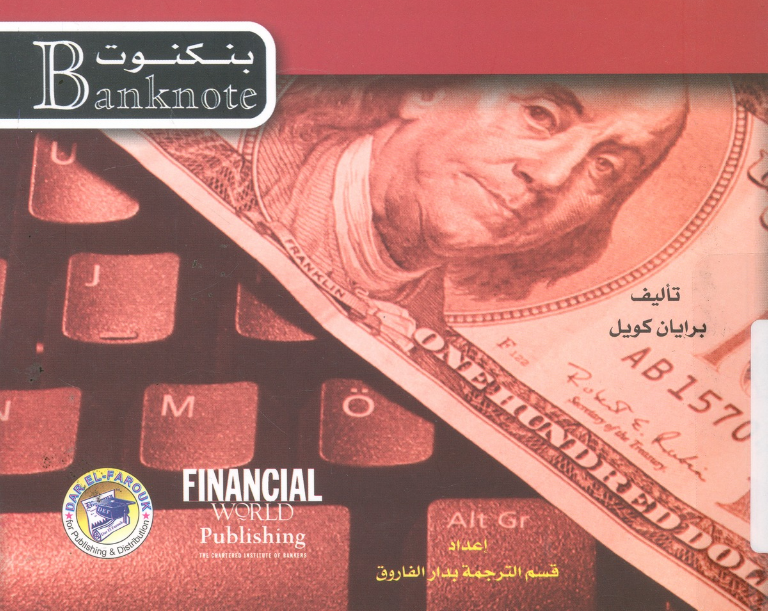
دمج وشراء الشركات

Mergers & Acquisitions

بنكنوت
Banknote



تأليف
براين كويل

إعداد
قسم الترجمة بدار الفاروق

DAR EL-FAROUK for Publishing & Distribution


دمج وشراء الشركات
Mergers & Acquisition

الناشر: دار الفاروق للنشر والتوزيع

الحائزة على الجوائز الآتية

جائزة أفضل ناشر ثقافي عام في مصر لعام ٢٠٠٤
جائزة أفضل ناشر للأطفال والناشئة في مصر لعام ٢٠٠٣
جائزة أفضل ناشر مدرسي في مصر لعام ٢٠٠٣
جائزة أفضل ناشر للترجمة من وإلى اللغة العربية في مصر لعام ٢٠٠٣
جائزة الإبداع في مصر لعام ٢٠٠٢ (الجائزة الذهبية)
جائزة أفضل ناشر علمي وجامعي في مصر لعام ٢٠٠١
جائزة أفضل ناشر علمي وجامعي في مصر لعام ٢٠٠٠
المركز الرابع كأفضل دار نشر على مستوى العالم في مجال الترجمة في معرض فرانكفورت عام ٢٠٠٠

فرع وسط البلد: ٣ شارع منصور – المبتديان – متفرع من شارع مجلس الشعب محطة مترو سعد زغلول – القاهرة – مصر.

تليفون: ٧٩٥٣٠٣٢ (٠٠٢٠٢) – ٧٩٤٣٢٠٣ (٠٠٢٠٢)

فاكس: ٧٩٤٣٦٤٣ (٠٠٢٠٢)

فرع الدقي: ١٢ شارع الدقي النور السابع – اتجاه الجامعة منزل كوبري الدقي – جيزة – مصر

تليفون: ٣٣٨٠٤٧٣ (٠٠٢٠٢) – ٧٦٢٢٨٣٠ (٠٠٢٠٢) – ٧٦٢٢٨٦٣١ (٠٠٢٠٢) – ٧٦٢٢٨٣٢ (٠٠٢٠٢)

فاكس: ٢٣٨٢٠٧٤ (٠٠٢٠٢)

العنوان الإليكتروني:

www.darelfarouk.com.eg

الناشر الأجنبي

سي آي بي ببلشينج

تأليف

برايان كويل

إعداد

قسم الترجمة بدار الفاروق

تحذير

الطبعة العربية الأولى ٢٠٠٦

الطبعة الأجنبية ٢٠٠٠

عدد الصفحات ١٤٤ صفحة

رقم الإيداع ٢٠٩٧٤ لسنة ٢٠٠٥

الترقيم الدولي: 977-408-061-0

دمــج وشــراء الشركــات

Mergers & Acquisitions

المحتويـــــات

الفصل الأول

مقدمة إلى عمليات دمج وشراء الشركات

تجرى عمليات الدمج والشراء عندما ترتبط شركتين أو أكثر معًا في جميع الأنشطه أو في جزء منها. وتتوقف الاختلافات بين عمليات الدمج والشراء على ما يلي:

- الحجم التقريبي للنشاط المشترك بين الشركات المستقلة
- ملكية الأنشطة المشتركة
- السيطرة الإدارية على النشاط المشترك

عمليات دمج الشركات

يمكن تعريف عمليات الدمج بشكل عام أو على نحو أكثر تفصيلاً. أما التعريف العام لعمليات الدمج،فيمكن أن يشير إلى أية عملية استيلاء أو شراء علني تقوم بها شركة ما لشركة أخرى بحيث تندمج مشروعات وأنشطة كلتا الشركتين معًا.

للإشارة إلى تعريف أكثر تحديدًا وتفصيلاً من ذلك، يقال إن الدمج هو ارتباط شركتين متساويتين في الحجم تقريبًا؛ حيث تجتمع مصادرهما في نشاط واحد. وفي تلك الحالة، يمتلك حاملو الأسهم أو مالكو الشركات قبل إتمام عملية الدمج نصيبًا في ملكية الأنشطة المدمجة، في حين أن الإدارة العليا في كلتا الشركتين تواصل عملها الإداري في كل منهما بعد إتمام عملية الدمج. على الجانب الآخر، تعني عملية الشراء الاستيلاء على ملكية إحدى الشركات والسيطرة الإدارية عليها من قِبل شركة أخرى. وعلى ذلك، فإن تولي الإدارة يعد الفيصل الذي يفرِّق بين عملية الدمج وعملية الشراء.

ولقد تطور التعريف الأكثر تفصيلاً لعملية الدمج – الذي يُفَرِّق بين عملية الدمج وبين عملية الشراء – حيث طرأ عليه تغيير ما. تجرى عملية الدمج في الحالات الآتية:

- عندما لا تكون أي من الشركتين مشترية أو مشتراة
- عندما يشترك كلا الطرفين في تأسيس الهيكل الإداري للأنشطة المشتركة بينهما

- عندما تتشابه كلتا الشركتين في حجم العمل بهما إلى حد ما مما لا يحسم سيطرة إحداهما على الأخرى بعد الربط بين نشاطيهما.
- أحيانًا ما يتضمن الأمر عملية مبادلة للأسهم بدلاً من السداد النقدي. ويندر في عملية الدمج أن يكون هناك أي تبادل لمبالغ نقدية في مقابل ذلك الإجراء.

مثال (١)

في سبتمبر من عام 1992، أعلن ناشران شهيران في هولندا عن عزمهما القيام بإجراء عملية دمج دون أي تبادل نقدي بينهما. وقد أدت عملية الدمج التي بلغت قيمتها 5.2 مليار دولار إلى ظهور أكبر ثالث مجموعة نشر في العالم. وقد كانت ملكية الشركة الأم مناصفة بنسبة 50 : 50 بين الناشرين، وقد استعادت كلتا الشركتين قوائم الأسهم الخاصة بهما في بورصتي لندن وأمستردام. واعترافًا بضخامة حجم إحدى الشركتين عندما أُجري الدمج، فقد حصلت هذه الشركة على ما يقرب من 11% من أسهم الناشر الآخر. وفي عام 1997، اتفقا الناشران على دمج دار نشر ثالثة من هولندا، مما سيؤدي إلى أن تصل قيمة مبيعات المجموعة الإجمالية ما يقرب من 15 مليار فلورين هولندي[١]، بحيث تكون قد نشأت مجموعة من دور النشر تربط بينها شركة قابضة. ومع ذلك، لم تتم مواصلة عملية الدمج لنهايتها.

مثال (٢)

في يناير من عام 1998، أعلنت شركتان من كبرى شركات الأدوية في المملكة المتحدة عن عزمهما لإجراء عملية دمج بينهما. وقد بلغت قيمة تلك الصفقة – التي لم تكتمل فيما بعد – أكثر من 100 مليار إسترليني. وإذا كانت هذه الصفقة قد اكتملت لأسفرت عن ظهور أكبر شركة أدوية في المملكة المتحدة وأكبر ثالث شركة أدوية في العالم. لقد تم التفكير في عملية الدمج بين تلك الشركتين إثر توالي إجراء عمليات الدمج للشركات في مجال تصنيع

(١) الفلورين الهولندي أو الجلدر: عُملة هولندا كان يتم التعامل بها قبل استخدام اليورو



الأدوية والتي شهدتها الخمس سنوات السابقة لهذا الإجراء. وقد اتخذت تلك العمليات موقع الصدارة نظرًا لأنها تؤدي إلى خفض التكلفة، ولا سيما بالجمع بين تسهيلات البحث والتنمية.

عمليات شراء الشركات

تعني عملية الشراء أو عملية الاستيلاء أن تحصل شركة ما على شيء مما يلي من شركة أخرى:

- التحكم في الفائدة المفروضة على أسهم تلك الشركة
- إدارة أنشطة الشركة وأصولها

قد تجرى عملية الشراء مقابل أسهم لدى الشركة المشترية (القائمة بعملية الشراء). ويقوم حاملو الأسهم في الشركة التي تم شراؤها بتبادل أسهمهم مقابل أسهم أخرى في الشركة المشترية. ومن ثم، يصبح ثمة قلة من حاملي الأسهم داخل كيان الشركة الموسع بعد عملية الشراء. وعلى الرغم من ذلك، فإنه في أغلب الأحيان يتم سداد معظم مبلغ قيمة الشراء وأحيانًا المبلغ كاملا نقدًا.

مثال

تمتلك شركة "جاما" أصولاً قيمتها 20 مليون دولار والتزامات أخرى قيمتها 5 ملايين دولار. وترغب شركة "دلتا" – شركة مساهمة محدودة – في شراء أنشطة شركة "جاما".

التحليل

قد تعرض شركة "دلتا" أن تجري عملية استيلاء لشركة جاما عن طريق شراء أسهم رأس المال بها. وبدلاً من ذلك، قد ترغب شركة "دلتا" في شراء أصول شركة جاما وتترك إدارة شركة "جاما" تعمل على تسوية التزامات الشركة بعيدًا عن طريقة الشراء برمتها.

تخضع الطريقة التي يتم بها إجراء عملية الشراء، سواء كانت شراء الشركة أو شراء أصول الشركة للتفاوض. وفي حالة شراء الشركة بالكامل، يحصل المشتري على التزامات

الشركة وأصولها كافة، كما سيتحمل المشتري أيضًا أية خسائر ضريبية على الشركة المشتراة كانت قد تراكمت عليها مقابل أرباح سيحصل عليها في المستقبل.

عمليات الشراء الكاملة والجزئية

تنحصر عمليات شراء الشركات ما بين عمليات كاملة أو جزئية. وفي عملية الشراء الكاملة، يحصل المشتري على جميع أسهم رأس المال بالشركة المشتراة. أما في عملية الشراء الجزئية، يحصل المشتري على حق التحكم في الفائدة، والتي عادة ما تزيد عن 50% من حصص المساهمين في رأس المال وتقل عن 100%.

تجرى عمليات الشراء الجزئية في الحالات الآتية:

- عن طريق عقد اتفاق، عندما يرغب حاملو الأسهم في الشركة المطروحة للبيع الاحتفاظ بالأسهم في تلك الشركة حتى بعد إجراء عملية الشراء
- نظرًا لرفض بعض حاملي الأسهم في الشركة المطروحة للبيع بيع أسهمهم

في أثناء عقد المفاوضات على إجراء عمليات الاستيلاء، قد يقوم المتنافسون على عملية الشراء بعقد صفقات بعدة طرق مختلفة. فقد يرغب صاحب العرض في شراء الشركة المطروحة للبيع كاملةً، في حين أنه قد يتقدم آخر لشراء غالبية الأسهم ويترك للبائع حصة الأقلية.

مثال

اضطرت إحدى مجموعات شركات المقاولات في المملكة المتحدة لإعادة التمويل من البنوك إثر مواجهتها لبعض المصاعب المالية. وقد قامت شركات المجموعة بضم أحد الفروع وتحمل الديون التي يدين بها إلى البنك والتي تقترب من 350 مليون إسترليني (480 مليون دولار). وقد كان ذلك الدين مستحق السداد في 1 مارس 1994.

تم عرض ذلك الفرع للبيع، وإثر ذلك اجتمع اتحاد أصحاب عروض الشراء في أحد البنوك التجارية، ليصل العرض الذي قدموه إلى 360 مليون إسترليني للشركة كلها، طالما

أن الأمر مطروح للمناقشة والمنافسة أمام المشترين ولم يعتبره أعضاء مجلس إدارة الشركة عرضًا مجحفا.

فقد أُعلن أنه قد تم استلام ما لا يقل عن عرض واحد تضمن طلب شراء غالبية أسهم الفرع المذكور، وترك حصة قليلة من الأسهم للمجموعة ككل. وقد كان من المعتقد أن إدارة المجموعة ستفضل الاحتفاظ بأسهم رأس المال في الفرع؛ ومن ثم، فإن أي ارتفاع في قيمة الفرع سيعود بالفائدة على دائنيه.

كانت هناك شائعة أخرى عن إمكانية أن تقوم المجموعة بطلب إعادة التمويل من اتحاد البنوك الذي يتعامل مع الفرع، وذلك لإقراض الفرع، إلى أن يتم طرح أسهم المجموعة للبيع في البورصة. وقد تصل قيمة المجموعة وفقًا لعملية طرح الأسهم إلى ما يقرب من 500 مليون إسترليني، مما يسمح للمجموعة ببيع غالبية الأسهم عند طرحها بحيث يمكن سداد القروض للبنوك المتعاملة مع فرع المجموعة مع الاحتفاظ بقدر أساسي من أسهم رأس المال بذلك الفرع.

أخيرًا، تم بيع ذلك الفرع في أواخر عام 1997 لإحدى الشركات البريطانية – وهي شركة مساهمة محدودة – مقابل 700 مليون إسترليني. وقد أدت إيرادات الشركة إلى تقليل حجم دين المجموعة والذي بلغ في ذلك الوقت 1.3 مليار إسترليني.

الشركات المشتركة

تشير الشركة المشتركة إلى الارتباط بين شركتين أو أكثر لاستثمار السيولة النقدية أو غيرها من الأصول في مشروع معين أو في أحد الأنشطة التجارية. ويمكن للشركاء أن يقوموا بتأسيس شركة مستقلة يمتلكون فيها نسبة من الأسهم مقابل حصتهم من الاستثمارات في الشركة المشتركة. ومع ذلك، فإنهم لا يقومون بشراء أو تبادل الأسهم فيما بينهم. فالغرض من تعدد الشركات أو المشاريع المشتركة هو تكوين تحالف استراتيجي بين شركات مستقلة تقوم بينها مصالح مشتركة وخبرات تكمل بعضها البعض. وفي هذا الصدد، تختلف الشركات المشتركة كثيرًا عن عمليات دمج وشراء الشركات.

نشاط دمج وشراء الشركات

تشمل النسبة المتزايدة من عمليات دمج وشراء الشركات بعض الصفقات التي تجرى خارج حدود البلاد، وكذلك الشركات البعيدة عن حدود الدول الأنجلوساكسونية والتي تمتاز بأن لها باع طويل في إجراء عمليات الدمج والشراء. فعلى سبيل المثال، في أثناء عام 1997، تم الاتفاق على ما يقرب من 75 صفقة دولية خارج تلك الحدود تجاوزت قيمة كل منها 1 مليار دولار.

يتمثل السبب الرئيسي في تزايد عدد عمليات الاستيلاء والدمج والشركات المشتركة خارج الحدود في الرغبة في المنافسة ومحاولة البقاء في أسواق عالمية جديدة.

- تتطور الأسواق الاستهلاكية والصناعية الكبرى في عدة أنحاء من العالم ولا سيما في منطقة الدول الآسيوية المطلة على المحيط الهادي وأمريكا اللاتينية.
- انفتحت في السنوات الأخيرة مناطق عدة في جميع أنحاء العالم على الاستثمار التجاري ولا سيما دول الكتلة الشيوعية السابقة.
- زالت الحواجز التجارية في بعض المناطق، خاصةً بين دول الاتحاد الأوروبي، مما يسر على الدول المنتمية لذلك الاتحاد الدخول إلى الأسواق الأجنبية والتعامل فيها.
- أصبحت الكثير من أسواق المنتجات أسواقًا عالمية. وقد أدت التطورات التي شهدتها نظم الاتصال في جميع أنحاء العالم إلى سهولة متابعة المشاريع من قبل الإدارة في الدول المختلفة.
- أدى نظام الخصخصة المتبع في منطقة شرق أوروبا في أوائل التسعينيات أو موخرًا في أمريكا اللاتينية إلى توفير فرص استثمار جديدة.
- يؤدي التفاوت في تقييم الشركات المتشابهة في الدول المختلفة إلى توفير فرص لعمليات الاستيلاء بأسعار مناسبة.
- أدت مشاكل التركات والإرث في دول القارة الأوروبية ولا سيما في فرنسا وألمانيا إلى الإقدام على عقد صفقة مع مشترٍ أجنبي.



أسباب الشراء

تتضمن أسباب الرغبة في شراء الشركات الأخرى ما يلي:

- مواصلة استراتيجية النمو
- وجود أسباب دفاعية
- وجود فرص مالية

تستغل بعض الشركات عمليات الشراء لمواصلة استراتيجية النمو التي تسعى إليها في عملية الاستيلاء، بما في ذلك أسهم السوق والأرباح. أما الدواعي والأسباب الاستراتيجية لعمليات الشراء فستكون موضوع الفصل الثاني.

في بعض عمليات الشراء، يحصل المشتري على أنشطة تجارية تزيد عما كان يرغب في الاحتفاظ به. وفي هذه الحالة، سيحاول بيع الأنشطة غير المرغوب فيها، في حين أنه سيُبقي فقط على الأنشطة المناسبة لأهدافه الاستراتيجية.

تتضمن الأسباب الدفاعية لعمليات الشراء الحاجة إلى إعادة تنظيم مجال أو صناعة بعينها. فقد تساعد عملية الدمج أو عملية الشراء على التخلص من الطاقة الزائدة.

يمكن أن تساعد الفرص المالية المتاحة في تنفيذ عمليات الدمج أو الشراء. وقد كان السبب وراء إجراء إحدى عمليات الدمج عام 1993 بين مجموعة شركات هولندية لتصنيع المواد الكيميائية وأخرى سويدية في المجال نفسه يتمثل في إتاحة الفرصة لواحدة من تلك الشركات لإعادة تمويل ديونها الطائلة بنسبة فائدة منخفضة كثيرًا. وكمثال آخر، قد يرغب المشتري في الاستفادة من خسائر الضرائب التي تعاني منها الشركة المطروحة للبيع.

ثمة فارق بين النقاط التالية:

- الشركات التي تسعى لعمليات الشراء لزيادة قيمة أنشطتها بتحقيق نسبة نمو أفضل
- والشركات التي تشبه الشركات المطروحة للبيع؛ حيث إنه يمكنها استغلال القيمة التي تتمتع بها أنشطتها، دون أن يحقق ذلك بالضرورة معدل نمو أعلى



المختصون بشراء الشركات

ينبغي أن تميز الشركات بين عمليات الشراء التي تجرى لدواعي تجارية أو استراتيجية وتلك التي تجرى لأسباب إدارية استثمارية. جدير بالذكر أن المختصين بشراء الشركات يعنيهم، في المقام الأول، المكاسب المالية المتوقعة لعمليات الاستيلاء. فهم يركزون على الشركات منخفضة القيمة لشرائها بأسعار منخفضة، ثم سرعان ما يقومون بتحرير قيمتها، وقد يكون ذلك عن طريق تقسيم الشركة المشتراة إلى فروع أصغر، يمكنها بعد ذلك أن تعيد بيعها بعد تحقيق نسبة من الأرباح.

أسباب البيع

قد تكون الشركة راغبة في بيع بعض أنشطتها، وقد ترجع الأسباب وراء ذلك إلى ما يلي:

- زيادة الموارد المالية، والتي ربما تكون بغرض سداد الديون أو زيادة السيولة النقدية لاستغلالها في عمليات الشراء الآجل
- أسعار بيع مناسبة ومغرية
- الرغبة في بيع جزء من نشاطها غير المربح
- الرغبة في بيع بعض الأنشطة غير الأساسية التي لا تناسب باقي أنشطة البائع ومشروعاته من الناحية التجارية أو الاستراتيجية
- عندما يتضح أن أحد أنشطة الشركة ستزداد قيمته بالنسبة لحاملي الأسهم في حالة بيعه أكثر من قيمته في حالة الإبقاء عليه
- نقص الأموال التي تحتاج الشركة لاستثمارها في تطوير نشاطها، والرغبة بعد ذلك في البيع للمشتري الراغب في استثمار أمواله في احتياجات الأنشطة التجارية بالشركة

قد تضطر الشركة، التي تمر بظروف مالية صعبة والتي يجب عليها أن تسعى لإعادة تمويل ذاتها من البنوك، إلى الموافقة - كشرط من شروط إعادة التمويل - على بيع أنشطتها لزيادة السيولة النقدية اللازمة لسداد جزء من ديونها.

فقد قامت بعض الهيئات القومية والحكومية ببيع أنشطتها لمشترين من القطاع الخاص، وبذلك تكون تلك السلطات قد قامت بخصخصة عملياتها وأنشطتها لزيادة السيولة النقدية، فضلاً عن أنها أصبحت في الغالب عميلا لدى الشركة التي تمت خصخصتها.

مثال

قامت الحكومة الروسية بين عامي 1992 و 1996 بخصخصة صناعة البترول لديها، بعد أن قامت بتقسيمها إلى 16 جزء تم بيعها جميعًا فيما بعد لمستثمرين اعتباريين ومستثمرين ماليين. وفي بعض الأحيان، كان أولئك المستثمرون يقومون بإتمام قروض للحكومة الروسية، ليحصلوا على أسهم في مشاريع تلك الشركات التي تمت خصخصتها مقابل القروض التي تم توفيرها. وفي السنوات الأخيرة، كان هناك اتجاهًا نحو إعادة توحيد هذا القطاع عن طريق عمليات دمج للشركات التي خضعت للخصخصة.

ملخص

ستشهد الفصول التالية مناقشة عدد من القضايا المختلفة، والتي من شأنها أن تتضمن الأسباب الاستراتيجية لعمليات الدمج والشراء، بالإضافة إلى أسعار الشراء وطريقة سداد ثمن الشراء وكذا شروط عملية الدمج. علاوة على ما سبق، ستشمل الفصول القادمة الحديث عن التقصي حول إجراء عملية شراء مناسبة وتنفيذها، وكذا الدفاع عن الشركة ضد عروض الشراء المجحفة والضوابط المنظمة لعمليات الدمج والشراء.

الفصل الثاني

استراتيجيات دمج وشراء الشركات

يمكن تقسيم عمليات الدمج والشراء إلى مجموعتين:

- عمليات شراء مالية: يكون فيها المشتري موجه من قبل الاعتبارات المالية في المقام الأول.
- عمليات دمج وشراء استراتيجية: يكون فيها المشتري موجه من قبل الاعتبارات التجارية في المقام الأول.

تختلف طريقة التفكير المصاحبة لكل نوع من أنواع عمليات الشراء. فعمليات الشراء المالية عادةً ما توصف بأنها صفقات انتهازية لا تناسب أيًا من خطط مجلس الإدارة لتطوير نشاط الشركة. يركز هذا الفصل على عمليات الدمج والشراء الاستراتيجية.

عمليات الدمج والشراء الاستراتيجية

يجب أن يمثل النمو القائم على الشراء والنمو العضوي بالشركة برنامجي عمل متلازمين ضمن الخطة الاستراتيجية لشركة كبرى تهدف إلى تطوير أنشطتها. علاوة على ما سبق، ينبغي على الشركات، التي تحتاج تركيز موارد الأنشطة الفعالة والأساسية لديها في الصناعات المتطورة، أن يكون لها استراتيجية لتصفية الأنشطة غير الأساسية.

يتطلب ذلك الاتجاه الاستراتيجي ما يلي:

- تحديد الأهداف التجارية للشركة
- تطوير الاستراتيجيات لتحقيق تلك الأهداف والاختيار بين عمليات الشراء وعمليات التطوير الأساسية للشركة وفقًا لأكثر الاختيارات ملائمة في كل حالة
- اختيار الأعضاء المرشحين لعملية الشراء، ويستدعي ذلك تقييم الأعضاء القادرين في ضوء توفير التكاليف وزيادة الأرباح وغيرها من أوجه التعاون والمكاسب الاستراتيجية طويلة الأجل

- تحديد قيمة الشراء وتقديم العرض
- إجراء عملية الشراء

الأهداف التجارية وبيانات المهام

يتمثل الهدف التجاري الرئيسي للشركة في الهدف المالي. ويمكن التعبير عن مثل ذلك الهدف بعدة طرق، منها السعي وراء زيادة قيمة حصة حامل السهم أو الوصول بها لأقصي معدل. وقد يكون الهدف أكثر تحديدًا، كأن يتمثل في زيادة الأرباح لكل سهم سنويًا أو تحقيق عائد على رأس بزيادة عن الهدف المحدد.

قد يكون لدى الشركة كذلك بيان بالمهام تقوم فيه بوضع المبادئ الأساسية التي تتبعها لتحقيق أهدافها. فقد يكون لدى تلك الشركة إحدى المهام الآتية التي تتعلق، بأنشطة النقل أو إمداد الطاقة أو خدمة البيع بالتجزئة للعملاء على سبيل المثال.

ينبغي أن يكون لدى الشركات أهداف لنشاطها تعمل على تدعيم أهدافها المالية الأساسية التي تسعى إليها. ومن أهداف النشاط التجاري ما يلي:

- ريادة السوق – أوعلى نحو أكثر تحديدًا – ريادة السوق جغرافيًا داخل دولة ما أو في عدد من الدول وربما ريادته على المستوى العالمي
- ريادة تكنولوجية
- تقديم منتج أو خدمة عالية الجودة مثل: جودة الماء التي قد توفرها شركات إمداد المياه
- الابتكار
- أن تكون تلك الشركة أقل المنتجين تكلفة في الصناعة

قد يكون هناك بعض القيود على السياسة المالية التي تعوق أهداف النشاط التجاري بالشركة. فمثلا، قد تهدف الشركة إلى تجنب المخاطر المالية الزائدة . بالتالي، قد تقرر الحد من القروض التي تدين بها. ولكن قد يؤثر ذلك على خطط التوسع التي تضعها.

الاستراتيجية والأهداف

تمثل الاستراتيجية صياغة عامة حول كيفية تحقيق المؤسسة أو الشركة أهدافها. لا تعطي الأهداف وحدها أي معنى لاتخاذ الشركة اتجاها أو مجالا معينا. تعمل الاستراتيجية على وضع القواعد اللازمة والإرشادات والخطوات اللازمة لتحقيق الأهداف التي تخطط لها الشركة. فعلى سبيل المثال، تعمل استراتيجيات المنتج والسوق على وضع إطار لاتخاذ القرار بشأن تحديد رغبة الشركة في دخول المنافسة في أسواقها، وكذا أهدافها التي تسعى لتحقيقها بشأن كل منتج من منتجاتها وأسواقها.

تهدف أمثلة على استراتيجية المنتج والسوق إلى ما يلي:

- زيادة الأسهم في السوق كي تحقق وفورات أو اقتصاديات الحجم، وكذا هوامش ربح أفضل
- الحصول على تسهيلات إنتاج ذات تكلفة منخفضة
- التنوع داخل أسواق جديدة نظرًا لأن الأسواق القائمة ليست كبيرة بما يكفي لتدعيم نمو الشركة في المستقبل
- التنوع في المنتجات الجديدة أو الخدمات، نظرًا لأن مستوى منتج الشركة الحالي يشهد تدهورًا أو أنه غير كافٍ ليدعم نمو الشركة في المستقبل

عمليات الشراء والنمو الأساسي داخل الشركة

قد تكون عمليات الشراء هي الطريقة المثلى لتحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة. وفي حالات أخرى، قد تكون التنمية الأساسية هي الطريقة الأفضل في هذا الصدد. ويتوقف الاختيار بين عملية الشراء والنمو الأساسي في الشركة بالنسبة للتطورات الجديدة والمتعلقة بالمنتج والسوق على عدد من العوامل الأساسية.

استراتيجية النمو الأساسي	الاستراتيجية القائمة على عمليات الشراء	العامل
قد تكون أكثر ملائمة لاستراتيجية طويلة الأجل تهدف لتطوير المركز بالسوق	ضرورية بالنسبة للنتائج قصيرة الأجل والتواجد الفوري بالسوق	الفترة الزمنية
يصعب تحديد التكاليف في استراتيجية النمو الأساسي. وفي حالة نجاحها، يمكن أن تكون التكاليف أقل كثيرًا عما قد تكون عليه في حالة اللجوء إلى اتجاه التنمية القائم على عمليات الشراء.	عادةً ما تكون عمليات الشراء مرتفعة التكلفة	التكلفة
يعد النمو الأساسي أكثر ملائمة عندما تمنع القوانين والتشريعات إحدى الشركات من شراء الأسهم من السوق.	تكون عمليات الشراء مناسبة عندما تكون المنافسة القائمة مشتعلة وقوية، مما يجعل البدء في دخول السوق أمرًا يصعب تحقيقه.	حواجز الإدخال
يرتفع معدل المخاطر هنا. ومع ذلك، يمكن الحد من الخسائر بالانسحاب من الصفقة في حالة حدوث إخفاق أو وقوع خسارة.	عادة ما تعرف مخاطر النشاط هنا عن طريق مسار السجل الخاص بالشركات المطروحة للبيع قبل إتمام عملية الشراء، وقد يؤدي إخفاق عملية شراء كبرى إلى وقوع كارثة.	مخاطر النشاط
يناسب النمو الأساسي السوق الصغيرة أكثر من غيرها. ويتحقق ذلك النمو كلما تطور السوق.	تعتبر عمليات الشراء هي الأكثر ملائمة لسوق ناضجة أو لشراء الخبرة في سوق صغيرة.	مرحلة تطور السوق

التعاون

يعد التعاون هو المكسب الإضافي عند إجراء عمليات الدمج والشراء، والذي يمكن تحقيقه نتيجة للجمع بين موارد الشركات المقدمة لعرض الشراء والشركات المطروحة للبيع. عندما يكون ثمة تعاون بين الشركات ذات الصلة بهذا الأمر، فإن العائدات الإجمالية من المؤسسة المشتركة بينهما تتجاوز العائدات الإجمالية للشركتين قبل إجراء عملية الدمج أو الشراء. ويوصف ذلك التعاون بأن له أثر كأثر ناتج المعادلة التالية: .(2 + 2 = 5)

قد يكون التعاون أمرًا أساسيًا وجزء لا يتجزأ من النجاح المالي لعملية الدمج أو الشراء. وقد كان هناك تعليقًا لأحد مديري مجموعة شركات الأدوية، بعد عملية دمج بين شركتين منفصلتين أسفرت عن تكوين تلك المجموعة وتم الإعلان عنها في نوفمبر عام 1993، حيث قال: " ثمة العديد من الفرص في مجال العمليات الكيميائية تثبت أن ناتج 1 + 1 يزيد عن 2". وهو بذلك يشير إلى حجم المكاسب الضخمة التي قد تنجم عن عمليات دمج الشركات المنفصلة في كيانات كبرى.

مع ذلك، لا يتحقق ذلك التعاون المنشود في عمليات الدمج والشراء دائمًا، وإنما عادة ما تخفق عمليات التعاون أو نادرًا ما تتحول إلى واقع ملموس.

وقد فقد صنف المؤلف أنسوف في أحد كتبه عدة أنواع وأشكال مختلفة من التعاون جاءت على النحو الآتي:

- **التعاون في المبيعات**: يتحقق ذلك النوع من التعاون عندما تستطيع الشركة المدمجة الاستفادة من قنوات التوزيع المعتادة وإدارة المبيعات والإعلان وتطوير المبيعات وسبل التخزين.
- **التعاون في التشغيل**: قد ينشأ ذلك التعاون من الاستغلال الأمثل للتسهيلات ولهيئة الموظفين المعنيين بالأمر، بالإضافة إلى عمليات الشراء الضخمة التي من شأنها الحد من تكاليف المواد الخام.

- **التعاون الاستثماري**: قد ينشأ ذلك التعاون من الاستخدام المشترك للمنشأة وللتجهيزات، وكذا البحث المشترك ومجهودات التنمية المبذولة في هذا الاتجاه، علاوة على امتلاك المخزون المعتاد من المواد الخام.
- **التعاون الإداري**: قد ينشأ ذلك التعاون عندما تقوم الإدارة العليا في إحدى الشركات باستخدام خبراتها المناسبة ذات الصلة بنشاط المجموعة - بعد إتمام عملية الدمج أو الشراء - وذلك للتغلب على مشكلات الشركات الأخرى في المجموعة. بعبارة أخرى، قد تقدم الهيئة الإدارية خبراتها للشركة الأخرى، ومن ثم، تساعدها في تحسين أدائها.

عادةً ما يُقصد بمصطلح "التعاون" تحقيق الاقتصاد في التكاليف. كما يرتبط هذا المصطلح بما يترتب على عمليات الدمج والشراء من وجود عمالة زائدة أو إغلاق لبعض الشركات بعد إجراء تلك العمليات.

في كثير من الحالات، قد يكون لعملية الشراء مكاسب مالية متعددة تعود على المشتري وتتمثل فيما يلي:

- زيادة الأصل الذي يدعم أسهم المشتري، وذلك عندما يكون معدل صافي الأصول إلى قيمة السهم لدى المشتري أقل من الشركة المطروحة للبيع
- تحقيق أرباح مرتفعة لكل سهم اعتمادًا على أرباح الشركة التي تم شراؤها وكذلك على سعر الشراء
- تحسين حجم الأرباح (ثبات الأرباح سنوية)
- تحقيق إمكانية أكبر وتكلفة أقل للحصول على حجم أفضل بالنسبة لتدفقات الأموال وللسيولة النقدية أو لمصادر التمويل

الاستراتيجيات التعسفية و الاستراتيجيات الدفاعية

يمكن أن تكون عمليات الدمج والشراء نتيجة لاستراتيجية تعسفية أو استراتيجية دفاعية. فعند اتباع استراتيجية تعسفية، تسعى الشركة إلى تحسين وضعها بالسوق؛



حيث تجرى عمليات الدمج والشراء بغرض تكوين شركات أكبر بأسواق أكبر من أجل منتجاتها وبهدف أن يتم الإنتاج على نطاق واسع وبتكلفة أقل من خلال وفورات أو اقتصاديات الحجم. وتعتبر الشركات المطروحة لعروض الاستيلاء والشراء بمثابة منافسين أو بمثابة شركات مشابهة تمارس عملها في أسواق مختلفة.

تعد عمليات الدمج والشراء من الأمور المعتادة في الصناعات المختلفة وفي الأسواق الساعية نحو العالمية. يحتاج الموردون الكبار في الأسواق النامية إلى التوسع في نشاطهم ليحافظوا على وضعهم التنافسي في السوق.

عادة ما تجرى عمليات الدمج والشراء الوقائية أو الدفاعية كمحاولة للبقاء في مجال صناعي طرأت عليه بعض التغيرات. تدفع عملية شراء كبرى تقوم بها شركة ما الشركات الأخرى لمحاكاتها والقيام بالشيء ذاته. وفي السنوات الأخيرة، انكمش عدد المنافسين الكبار في عدد من المجالات والأنشطة التجارية ما بين المحاسبة وحتى صناعة الأدوية، وذلك نظرًا لإجراء عمليات الدمج والشراء والتحالفات الاستراتيجية بين الشركات. وفي الوقت نفسه، أصبحت أسواق تلك العمليات أكثر دولية وعالمية.

مثال

صارت صناعة الاتصالات في الولايات المتحدة عبارة عن اتحاد بين شركات عدة في السنوات الأخيرة. فمنذ بدء العمل بقانون الاتصالات في عام ١٩٩٦، الذي كان من شأنه تحرير الرقابة على التليفزيون والراديو والهاتف، تغير هيكل هذا القطاع تغيرًا جذريًا. وفيما بين عام ١٩٩٦ وبداية عام ١٩٩٨، تم الحصول على ما يزيد عن 4,000 محطة إذاعية في الولايات المتحدة الأمريكية من إجمالي10,000 محطة إثر ظهور فرص جديدة للنمو.

تنشأ عمليات الشراء في أحد المجالات من ازدهار نشاط الدمج وشراء الشركات أو من التغيرات التي تطرأ على السوق في المجالات المختلفة للموردين وللمستهلكين. فمثلا، في شهر يناير عام 1998 قامت إحدى الشركات الأمريكية في مجال النقل والتوزيع بشراء شركة نقل سويدية. ويرجع السبب وراء شراء الشركة الأمريكية لمثيلتها السويدية إلى الحاجة إلى تقديم خدمات نقل وتوزيع متكاملة ودولية لعملاء كبار على المستوى الدولي.

قد يكون هناك دافع أخر لعملية الاستيلاء أو الدمج يتمثل في القضاء على الطاقة الزائدة في أحدى الأسواق من خلال التخلص من أحد المنافسين.

مثال

في مجال صناعة الصلب في أوروبا، أدت الطاقة الزائدة لإحدى الشركات والتي بلغت 13.6 مليون مارك ألماني في عام 1997 إلى عرض شراء مجحف من قِبل إحدى الشركات المنافسة في المجال نفسه. وقد تم رفض عرض الشراء، وأجرت الشركتان مفاوضات لعمل كيان شركة مشترك لمصالحهما في مجال صناعة الصلب.

استراتيجيات النمو

تهدف استراتيجية الدمج والشراء في الشركات إلى تحقيق النمو. فيمكن أن تهدف استراتيجية الشراء الخاصة بالنمو إلى تطوير منتجات الشركة والأسواق بطريقة من الطرق الأربع التالي ذكرها:

- اختراق السوق، بما في ذلك إجراء عمليات شراء خارج حدود البلاد
- التنويع الأفقي
- التكامل الرأسي
- التنويع الخاص بمجموعة الشركات متعددة الانشطة

اختراق السوق

يشير أختراق السوق إلى تطوير أسواق جديدة وكبيرة لمنتجات إحدى الشركات. وعادة ما تتواصل استراتيجية اختراق السوق داخل الأسواق التي أصبحت أكثر دولية أو عالمية. يمكن أن تكون عمليات الدمج والشراء خارج الحدود وسيلة لأن تصبح الشركة من الشركات الكبرى في الأسواق أو للحفاظ على وضعها ومكانتها على هذا النحو.

مثال

أرادت كبرى شركات الطباعة في كندا وثاني كبرى الشركات في الولايات المتحدة شراء أنشطة الطباعة في فرنسا والمملكة المتحدة في منتصف التسعينيات من القرن العشرين، وذلك كجزء من استراتيجية التوسع التي تشمل قارة أوروبا بأكملها. وعند إعلان أحد مديري الشركات الراغبة في التوسع عن خطته في المرحلة التالية من الاستراتيجية في أواخر عام 1997، بلغت قيمة أحد عروض الشراء المجحفة 188 مليون إسترليني، مما جعله يصرح عن رغبته الشديدة في التوسع وقد شهدت الشركة الكندية مزايدة من قِبل إحدى الشركات البحرينية من خلال أحد فروع شركات الطباعة التابعة لها والذي يواصل استراتيجية لشراء وترشيد شركات الطباعة في المملكة المتحدة.

اتبعت بعض الشركات متعددة الجنسيات في مجالات التصنيع سياسة ما لإيجاد بعض تسهيلات الإنتاج في أنحاء مختلفة من العالم، سواء كان ذلك من خلال إقامة المصانع في مناطق أخرى أو بشراء شركة ذات إنتاج قائم بالفعل. قد يكون الدافع وراء تنويع الإنتاج في دول أخرى هو الاستفادة من انخفاض تكاليف العمل أو التعامل مع خطر التعريفات وغيرها من عوائق الاستيراد. فمثلاً، تعد سوق العمل في المملكة المتحدة أقل نظامًا وتوحيدًا عن سوق العمل في دولة مثل فرنسا أو ألمانيا، وهو العامل الذي أخذته في الحسبان الشركة الكندية الراغبة في الشراء.

التنويع الأفقي

عندما تنمو شركة ما من خلال سياسة التنويع الأفقي، فإنها تقوم بالتوسع في أسواق من أجل المنتجات التي لم تقم بصناعتها، ولكنها تشبه المستوى الذي تحتله منتجاتها في الوقت الحالي. تتوقع الشركة استغلال مواردها الحالية بما في ذلك قنوات التوزيع وقدرات التسويق أو مهارات الإدارة، وذلك لتحسين أداء الشركات التي تم شراؤها في مجال الأنشطة التي اعتادت على ممارستها. فمثلا، قد ترغب شركة تعدين تنقب عن الذهب في شراء شركة أخرى تستخرج النحاس وتأمل في استخدام إمكاناتها في مجالي التعدين والإدارة الهندسية، فضلاً عن الإلمام بأسواق السلع والمنتجات الأساسية لتسهيل

البدء في مشاريع جديدة. فقد تقوم إحدى شركات المشروبات بشراء شركة منتجة للمواد الغذائية وتستخدم قنوات التوزيع الخاصة بها، وهناك أمثلة عديدة دالة على هذا الأمر.

يندر أن تركز استراتيجية الشراء القائمة على التنويع الأفقي على هدف أو هدفين بعينهما. فعادة ما تقوم الشركات بالنظر في نشاط أو مجموعة من الأنشطة التجارية التي ترغب في الاشتراك بها وتبحث أية أهداف من المحتمل أن تظهر أمامها فيما بعد.

إذا كانت شركة ما تواصل اتباع استراتيجية معينة بهدف تحقيق النمو بداخلها من خلال التنويع الأفقي، فلا يعني ذلك بالضرورة أنها تسعى لاحتلال مركز مسيطر في السوق. فقد تظل حريصة على مراقبة الشركات التي قد تكون هدفًا للشراء في قطاع بعينه.

مثال

في أواخر عام 1997، تم عرض إحدى شركات صناعة محركات السيارات بالمملكة المتحدة للبيع من قِبل الشركة الأم للمجموعة الصناعية التي تتبعها تلك الشركة. وحينئذٍ، أصبحت تلك الشركة هدفًا لعدد من الشركات في السوق ومنها بعض شركات السيارات الألمانية الشهيرة؛ حيث اعتبرت الشركات الألمانية أن الشركة المعروضة للبيع وسيلة لتوسع نشاطها في السوق ولكن في منطقة جغرافية مختلفة.

يمكن أن يكون التنويع الأفقي بمثابة إجراء عالي المخاطرة إلى حد ما يهدف إلى الحصول على مركز استراتيجي في أسواق لا تزال ناشئة وجديدة، في الوقت الذي لا يزال هناك شك حول إمكانية نموها أو نمو المنتج بها نموًا ملحوظًا. ومن أكثر الأمثلة وضوحًا على هذا الأمر وعلى التعرض لمخاطرة التنويع الأفقي في السنوات الأخيرة ذلك التنويع الذي شهدته وسائل الإعلام؛ حيث تطورت بعض منتجات تلك الوسائل وظهرت بعض المنتجات الإعلامية الجديدة كالأقمار الصناعية واشتراكات التليفزيون في بعض القنوات وغيرها من الوسائل الأخرى.

التكامل الرأسي

يشير التكامل الرأسي إلى الربط بين نشاط إحدى الشركات ونشاط أحد الموردين أو المستهلكين.

- قد تقوم إحدى شركات إمداد الغاز بشراء شركة المورد أو ربما الاندماج معها؛ بحيث تصبح شركة للكشف عن الغاز وتطوير إنتاجه. وقياسًا على ذلك، قد تسعى شركة لصناعة الكمبيوتر إلى شراء شركة منتجة للرقائق الإليكترونية المصغرة. فهذان المثالان السابقان ليسا إلا بعضًا من تلك الأمثلة على التكامل الرأسي العكسي، وذلك عندما تسعى شركة للنمو عن طريق شراء الشركة الموردة، والتي قد تكون فيما بعد نواة لسلسلة توريد في هذا المجال.
- قد تشتري شركة سياحية شركة أخرى للنقل السياحي، وذلك لتستخدمها وتحسن من خدمات الرحلات التي تقدمها الشركات السياحية المنافسة. ويعد ذلك مثالاً على التكامل الرأسي المعتاد، والذي يتضمن الاستيلاء على نشاط المستهلك.

مع ذلك، فإنه في العديد من المجالات ثمة اتجاه مستمر بعيدًا عن التكامل الرأسي ويتجه نحو اللامركزية والتعاقد من الباطن. فعلى سبيل المثال، كانت تقوم إحدى شركات صناعة السيارات الشهيرة في المملكة المتحدة بجميع مراحل الإنتاج الخاصة بالسيارات، بدايةً من كون السيارة مجرد مادة خام وحتى تخرج سيارة كاملة الصنع. ولكن، بدأ الاعتماد على المكونات التي يتم تصنيعها في المكان نفسه دون اللجوء إلى موردين أو شركات أخرى يتقلص، وذلك على مدار العشرين عامًا الماضية وكذلك في مواجهة المنافسة الضارية من شركات الإنتاج اليابانية منخفضة التكلفة.

غالبًا ما يتم اللجوء إلى التكامل الرأسي بسبب رغبة في تحقيق شيء مما يلي:

- تأمين مصدر توريد المواد الأساسية أو مصدر الخدمات
- تأمين سوق التوزيع أو أحد العملاء الكبار لمنتجات الشركة
- تحسين الأرباح عن طريق التوسع في الأنشطة ذات هامش الربح المرتفع للموردين والعملاء



مثال (١)

في أوائل عام 1998، قامت كبرى شركات صناعة أجهزة الكمبيوتر في العالم بشراء شركة لصناعة الأجهزة الرقمية مقابل 9 مليار دولار. وقد كانت الأجهزة المستخدمة بتلك الشركة المشتراة ذات التكنولوجيا العالية مناسبة تمامًا للمنتجات الحالية بالشركة الكبرى التي قامت بالشراء، وذلك في الوقت الذي كان من الواضح أن فرع الخدمات الإضافية بها سيكون إضافة جديدة وقيمة لها. أصبحت تلك الشركة الكبرى بعد عملية الشراء، سالفة الذكر، شركة تقدم خدمات الكمبيوتر كافة.

مثال (٢)

كانت هناك سلسلة من عروض الشراء بين عامي 1996 و1998 لشركات الكهرباء المحلية بالملكة المتحدة من قِبل شركات الطاقة داخل الملكة المتحدة وخارجها. وفي عام 1997، قامت إحدى مجموعات شركات الطاقة – وهي شركات مساهمة محدودة – بالاستيلاء على شركة كبرى من شركات الكهرباء في الملكة المتحدة في صفقة كان لا بد من موافقة الحكومة البريطانية عليها. وفي عام 1998، تم بيع الشركة التي قامت بالشراء المرة السابقة لإحدى الشركات الأمريكية، التي كان بمقدورها أن تحقق بعملية الشراء هذه تكاملاً جغرافيًا ورأسيًا وأفقيًا أيضًا.

التنويع الخاص بالشركات متعددة الأنشطة

يشير مصطلح الشركات متعددة الأنشطة إلى مجموعة متنوعة من الشركات التي تعمل في مجالات شتى. وقد كان هناك اعتقاد أن ذلك النوع من الشركات متعددة الانشطة قد يعرض حاملي الأسهم لمخاطرة استثمار ضئيلة بالمقارنة بالشركات التي تركز أنشطتها ومشاريعها في مجال واحد. تقل نسبة المخاطرة في مجموعة الشركات متعددة الانشطة؛ نظرًا لأن الشركات ذات الأداء الجيد والناجح تتوازن مع الفروع ذات الأداء المتواضع في المجموعة، كما يجب أن تكون الأرباح السنوية لمجموعة الشركات متعددة الأنشطة متوقعة إلى حد ما.

مع ذلك، لم يعد ذلك الرأي مقبولاً في الوقت الحالي، فأصبح من المعتقد أنه ما إذا أراد المستثمرون الحد من المخاطرة التي يتعرضون لها من خلال التنويع، فإنه يمكن أن يختاروا من المجالات التي يقومون بالاستثمار فيها، علاوة على تكوين محفظتهم الاستثمارية للأسهم في تلك الشركات وفي هذه المجالات. كلما نمت الأسواق، كان بإمكان تلك الشركات تحقيق أعلى العائدات لحاملي الأسهم من خلال تركيز مواردهم ومهاراتهم في أنشطة ومشاريع تجارية معينة. وبالتالي، فإن العديد من الشركات قد قامت ببيع المشاريع غير الأساسية وتحويل اتجاه التخطيط الاستراتيجي من التنويع الخاص بالشركات متعددة الأنشطة إلى التخصص في المنتجات أو في السوق.

على الرغم من ذلك، فإن هناك بعض الشركات التي واصلت اتباعها لتنويع الشركات متعددة الأنشطة؛ نظرًا لاعتقادهم بأن ثمة شركات يمكن اعتبارها أهدافًا للاستيلاء، وكذلك لتحسين الأداء بعد عملية الشراء. قد تكون الشركات المطروحة للبيع متخصصة في أي مجال من المجالات. وتكمن ميزات الشركة متعددة الأنشطة في تحديد الأهداف الخاصة بشراء الشركات، ثم شرائها بأسعار منخفضة، وتحديد المشكلات التي تتعرض لها وتحرير القيمة التي تتضمنها أنشطتها. وبعد أن ينجح هذا التغيير في تلك الشركات، فإنه إما أن يتم بيع الفروع مما يحقق أرباحًا أو الإبقاء عليها كفروع تشغيل أو كشركات تابعة.

لتوضيح مثال على النماذج الأكثر نجاحًا لمجموعات الشركات متعددة الأنشطة، فثمة شركتان متعددتا الأنشطة يمكن الإشارة إليهما، ويرجع نجاح كلتيهما إلى رغبتهما في شراء فروع وشركات في الولايات المتحدة. فقد أثبتت إحداهما وجودها بالولايات المتحدة إثر قيامها بشراء إحدى الشركات الكبرى هناك في عام 1987 مقابل 113 مليون دولار، ثم تبع ذلك شراء شركة أخرى في عام 1988 مقابل 228 مليون دولار وأخرى في عام 1990 مقابل 550 مليون دولار. وفي ديسمبر من عام 1992، قامت تلك الشركة بشراء شركة مطاحن ومخابز كبرى. ومنذ ذلك الحين، تعددت عمليات الشراء الصغرى وعروض البيع، تماشيًا مع سياسة تلك المجموعة التي ظلت ملتزمة بها حتى أواخر عام 1997؛ حيث بدأت مجموعة الشركات متعددة الأنشطة تركز اهتمامها على تطوير عدد من الأنشطة والمشاريع الاستراتيجية لديها في محاولة لتحقيق نمو طويل الأجل.

اشتُهرت مجموعات الشركات متعددة الأنشطة الناجحة بقدرتها على معرفة الشركات المطروحة للبيع؛ ومن ثم، تتجه نحوها دون دفع مقابل باهظ للحصول عليها. ويمكن أن تمثل طريقة السداد مقابل شراء هذه الشركات وسيلة للحد من المخاطرة المالية التي قد تنجم عن عملية الشراء. فعندما تكون نسبة المخاطرة التجارية مرتفعة، ينبغي أن تكون نسبة المخاطرة المالية منخفضة.

مع ذلك، فإنه في أواخر التسعينيات، كان هناك اتجاه يبتعد عن مجموعات الشركات متعددة الأنشطة، ومن ثم، اتجهت الشركات الكبرى من ذلك النوع إلى إعادة تركيزها على الأنشطة الأساسية فحسب.

نجاح عمليات الشراء الاستراتيجية وإخفاقها

لا تنجح الاستراتيجية القائمة على عمليات الشراء دومًا. فعلى المدى القريب، قد تكون تكاليف التشغيل أعلى مما كان متوقعًا أو تكون الأرباح أقل مما كان متوقعًا. وربما لا يحدث التعاون المتوقع بين الشركات؛ ومن ثم، فإن أداء الشركة المشتراة سيكون ضعيفًا، فيما ستكون تكلفة عملية الشراء – حتى وإن كان على المدى القريب – باهظة للغاية. بالتالي، يمكن أن يسفر الأداء الاقتصادي للمجموعة ككل عن خسائر بالغة.

تعد عمليات الشراء – لا سيما تلك التي تجرى خارج حدود البلاد – من المشاريع بالغة الخطورة؛ حيث إنه يصعب تجنب المشكلات المتعلقة بالتحكم في إدارة تلك الشركات. كما أن التعاون بين الشركات المدمجة والذي تأمل المجموعة في تحقيقه لن يتحول إلى واقع ملموس في أغلب الأحوال. لذا، تظهر بعض علامات خيبة الأمل على أداء الفرع الذي تم شراؤه، على الأقل على المدى القريب.

على المدى الطويل، قد يتم تجنب الاستراتيجية الفاشلة وإحلال استراتيجية أخرى مختلفة تمامًا محلها قد تتحقق جزئيًا بتعيين مدير تنفيذي أو رئيس جديد لمجلس الإدارة ذي رؤية مختلفة للأمور التي يجب على الشركة القيام بها.

مثال

فيما بين عامي 1980 و1985 تركز نشاط إحدى شركات المشروبات الكبرى على صناعة العصائر والبيع بالتجزئة. وقد واصلت الشركة استراتيجيتها القائمة على عمليات الشراء لتطوير مشاريعها وأنشطتها المختلفة. وفي عام 1985، عُرضت الشركة للبيع في السوق، ولكنها لقيت عروض شراء مجحفة، وإذا بها تقوم بعرض شراء مجحف مضاد لشركة أخرى.

بعد أن تم تعيين مدير تنفيذي جديد في عام 1987، أعادت الشركة تقييم استراتيجيتها وقررت التركيز على نشاط صناعة المشروبات فحسب. وفي عام 1987، عقدت تلك الشركة مع شركة فرنسية أخرى وشركة عصائر ثالثة اتفاقية عمل مشتركة لتوزيع منتجاتها المتميزة في عدد من الأسواق الأجنبية الكبرى. وبناءً على الاتفاقية التي عقدت بين هذه الشركات، اتخذت كل شركة منها ما يقرب من 24% من الأسهم في كل منها.

ترتب على تركيز النشاط عملية للدمج أجريت في عام 1997 بين شركة العصائر الكبرى - سالفة الذكر - ومثيلاتها من الشركات التي تنتج العصائر والمشروبات لتُكوِن بذلك كبرى شركات المشروبات في العالم أجمع.

عمليات الدمج الاستراتيجية

عادةً ما تقوم الاستراتيجية وراء عمليات الاندماج القائمة بين المشاريع المختلفة للشركاء المتكافئين تقريبًا على التأكد من أن الشركات المستقلة ليست كبيرة بما يكفي لتحتل مركزًا مسيطرًا ومؤثرًا في أسواق العالم وحدها، حتى وإن كان ذلك من خلال عمليات الشراء. لذا، يعد الاندماج أو الارتباط بشركة أخرى موازية في الحجم تقريبًا بديلا لاستراتيجية الشراء.

قد تؤدي عملية الدمج بين متنافسين مباشرين إلى إخراج شركة منافسة أخرى من السوق لتترك للشركات الباقية فرصة تحسين وضعها وأسهمها في السوق. ولا يعني ذلك أنه عند موافقة شركتين على إجراء عملية الدمج بينهما، بحيث تمتلك كل منهما

20%، مثلا من أسهم السوق، أن يصبح إجمالي الأسهم التي تمتلكها الشركتان معًا 40% بعد إجراء عملية الدمج. وعلى الجانب الآخر، إذا استطاعت الشركة المدمجة تحقيق تعاون ما تقليل التكاليف والأسعار أو تحسين جودة المنتجات والخدمات المقدمة، فإن أسهمها في السوق ستتجاوز 40%. وعلى الجانب الآخر، قد يستفيد المنافسون الآخرون في السوق من دمج شركتين متنافستين لزيادة أسهمهم في السوق، ؛ حيث يمكن أن يكون للشركة المدمجة أقل من 40% من أسهم السوق.

قد يكون للشركتين – بعد إتمام عملية الدمج – منتجات وخدمات متشابهة إلى حد بعيد، ولكنها تكمل بعضها البعض.

كذلك قد تستفيد الشركات – بعد إتمام عملية دمج في مجال الصناعات التكنولوجية المتقدمة – من تجميع ودمج تكاليف البحث والتنمية. ومن ثم، فإنه يمكن الاستفادة من موارد البحث والتنمية على نحو أكثر فعالية. ولقد كان ذلك الأمر يمثل عاملا من عوامل عملية الدمج التي أجريت في أوائل عام 1998 بين شركتين في مجال صناعة الأدوية.

الفصل الثالث

عمليـــات الاستيـــلاء

تبدأ عملية شراء شركة ما بالبحث عن مرشحين محتملين لعملية الشراء. لا بد من عمل تقييم مبدئي للهدف المراد بالشراء عندما يتم تحديده، ومن ثم، فإنه يتم تحديد سعر مبدئي أو سعر نهائي من البداية. تُعقد بعض المناقشات حول عملية الاستيلاء (الشراء العلني لأسهم شركة ما للسيطرة عليها) التي يجري التفاوض عليها، كما أنه ستجرى مزيد من المناقشات لإعادة التقييم. بعد ذلك، يتم الاتفاق على السعر وطريقة السداد مقابل شراء الشركة المطروحة للبيع، إما مع إدارة تلك الشركة أو مع كبار حاملي الأسهم بها. في بعض الأحيان، تجدر استشارة السلطات المعنية في أمر عرض الشراء وقبول شروطه أو رفضها عند الضرورة.

يركز هذا الفصل على عملية البحث للشركات التي تعد أهدافًا لعمليات الاستيلاء، وما يتضمنه ذلك الأمر من تحديد لتلك الشركات وكيفية التفاوض على إجراء مثل تلك الصفقة. أما الموضوعات المتعلقة بالتقييم وطريقة السداد مقابل الشراء والتعامل مع السلطات المعنية وعروض الشراء المجحفة فستتم مناقشتها في الفصول القادمة.

دور المستشارين

ستحصل الشركة مقدمة عرض الشراء والشركة المطروحة للبيع على مساعدة كل من البنك الذي يتم التعامل معه وبنك الاستثمار والمحامين المختصين والمحاسبين، أما بالنسبة للشركات المدرجة في قائمة سوق الأسهم، فإن مسجلي ومديري مصلحة تلك الشركات كذلك سيقدموا العون في هذا الشأن. يجب أن تتم استشارة المحامين الدوليين في حالات إجراء عمليات الشراء خارج حدود البلاد. وقد تقوم البنوك المتعاملة مع كل شركة منها بتعيين بعض المحامين ليمثلوا مصالحها.

تختص بنوك الاستثمار في الغالب بالأمور المالية المتعلقة بعمليات الاستيلاء وتوجيه العملاء بصدد ما يخص الأسعار وطريقة الشراء المناسبة والتدابير المنظمة والإجراءات المتبعة في سوق الأسهم في حالة عروض الشراء المجحفة، بالإضافة إلى زيادة التمويل. عادة ما يتم التعامل مع الأمور الاستراتيجية والتجارية التي تحدد الشركات المطروحة للبيع وتعمل على تقييمها من قِبل إدارة الشركة نفسها — الأمر الذي يمكن إسناده إلى

مستشارين من خارج الشركة، بما يتضمن ذلك البنوك، ولا سيما في الدول الأخرى. سيعمل المستشارون على مساعدة كل من مقدم عرض الشراء والشركة المطروحة للبيع في عمليات استيلاء مجحفة، وذلك بغرض صياغة وثائق البيع أو وثائق الحماية.

كذلك يتمثل دور المستشارين في إعطاء النصيحة المالية المستقلة لحاملي الأسهم. ويجب أن يتلقى حاملو الأسهم بالشركة المراد شراؤها النصيحة المتعلقة بصلاحية أو كفاءة العرض. يحتاج حاملو الأسهم بالشركة التي تقدم عرض الشراء إلى نصيحة توجههم عندما تكون موافقتهم على عرض الشراء أمرًا ضروريًا.

عملية الاستيلاء

البحث عن مرشحين مناسبين
↓
تصفية مرشحي العملية
↓
تحديد التقييم المبدئي للعملية
↓
التقدم بالطلب
↓
مفاوضات[1]
↓
الوضوح مع السلطات المعنية | تجهيز التمويل | العرض الرسمي
↓
إجراء عملية الاستيلاء
↓

(١) ذلك في حالة عروض الشراء التي يتخللها مفاوضات تجرى بين الطرفين



البحث عن مرشحين لعملية الشراء

في كثير من الأحيان، تكون الشركة المطروحة للبيع معروفة لدى المشتري أو مقدم عرض الشراء. ومع ذلك، قد تقوم الشركة بتعيين أحد الأفراد أو ربما مجموعة من الأفراد للبحث عن عمليات شراء مناسبة.

يمكن التوصل إلى المعلومات عن مختلف المرشحين من عدة مصادر. يجب أن يُستخدم أكثر من مصدر واحد لتحديد الشكل العام لكل هدف ممكن.

على نحو مبدئي، يمكن استخدام المعلومات المتاحة لتحديد الشركات التي تعمل في مجالات أو في أسواق جغرافية معينة. وتقدم بعض الكتيبات المعلومات اللازمة عن الشركات التي تعمل في كل نشاط على حدة. وتقوم بنشر تلك الكتيبات عدد من المنظمات المختلفة، بما في ذلك الهيئات التجارية وأخصائيي جمع المعلومات. وتتوقف أكثر تلك الطرق ملائمة على نوع عملية الشراء التي يسعى إليها المشتري. إضافة إلى ذلك، يمكن استخدام قواعد البيانات الإليكترونية المتوافرة على شبكة الإنترنت.

ينبغي كذلك جمع مزيد من المعلومات المتعلقة بمرشحي عمليات الاستيلاء، ثم دراسة تلك المعلومات. تشمل مصادر المعلومات ما يلي:

- تقارير محللي سوق الأسهم للشركات العامة المدرجة
- الصحف التجارية والمؤلفات المتخصصة
- الهيئات التجارية
- المطبوعات التجارية وأدوات وتسهيلات البحث المتوفرة على شبكة الإنترنت
- قوائم حاملي الأسهم
- الدراسات البحثية
- علاقات العمل وغيرها من الاتصالات المختلفة التي تهدف إلى معرفة الشركة المطروحة للبيع، الاتصال ببنوك الاستثمار
- الحسابات المالية الصادرة أو المنشورة
- النشرات الخاصة بالشركة أو المطبوعات التجارية لمنتجاتها، بما في ذلك الموقع الإليكتروني



عملية التصفية

عندما يكون هناك عدة مرشحين لعملية الشراء في المجال والسوق نفسها، فإنه ينبغي القيام بعملية تصفية بين أولئك المرشحين لترتيبهم وتحديد أكثرهم جدارة وكذلك لاستبعاد المرشحين الذين لا تنطبق عليهم المواصفات المطلوبة.

يجب أن يتم تقسيم عملية التصفية إلى مرحلتين:

- **المرحلة الأولى**: استبعاد المرشحين الذين قد لا تنطبق عليهم المتطلبات الاستراتيجية التي تم تحديدها سلفاً
- **المرحلة الثانية**: تقييم مالي للمرشحين وترتيبهم في مراكز

في المرحلة الأولى من عملية التصفية، ستشمل معايير الاختيار ما يلي:

- **الحجم**: ستكون بعض الشركات ضخمة للغاية؛ بحيث يصعب شراؤها، في حين ستكون هناك شركات أخرى صغيرة للغاية؛ حيث لا تستحق التفكير في شرائها.
- **المنطقة الجغرافية**: ستقوم بعض الشركات بالبيع في الأسواق الكبرى أو في الأسواق المتوسطة أو في أسواق في دول أو أقاليم غير ملائمة من العالم.
- **تنوع المنتجات**: سيكون لدى بعض الشركات مزيجاً من المنتجات أو تنوعًا فيها، قد يكون كبيرًا أو محدودًا.

يمكن ترتيب المرشحين وفقاً لحجم الأسهم في السوق والتنوع بين المنتجات والسوق.

يتمثل الغرض من هذا التحليل في تحديد المرشحين الأكثر جدارة، بعد أخذ حجم الشركة والأسواق وتنوع المنتجات بعين الاعتبار. سيقوم المرشحون لعملية الاستيلاء[٢] عادةً ببيع المنتجات أو تشغيلها في أسواق لا صلة لها بمقدم العرض. في عملية التصفية، قد يكون مناسبًا أن يتم تقييم مدى الصلة التي تمثلها عمليات كل مرشح بالنسبة لما يلي:

---

(٢) المرشحون لعملية الاستيلاء: البائعون (من يطرح شركته للبيع أو الاستيلاء)

- السوق المناسبة للشركة مقدمة العرض
- الأسواق الأخرى التي قد تكون ذات صلة بعمليات الشراء ومقدم العرض
- الأسواق التي ليس لها صلة بعمليات الشراء ومقدم العرض

ينبغي النظر إلى إمكانية بيع العمليات غير المرغوب فيها بعد إجراء عملية الاستيلاء. إذا كان المرشح لعملية الاستيلاء لديه عمليات في مناطق لا صلة لها بمقدم عرض الشراء، وإذا كانت تلك العمليات سيصعب بيعها للتصفية سوى بسعر منخفض، فإن المرشح قد يتم استبعاده في أثناء إجراء عملية التصفية.

الملكية

قد يؤثر أمر الملكية لدى المرشحين على عملية التصفية؛ حيث تجدر الإشارة إلى أهمية تحديد الطرف الذي سيتم إقناعه بقبول عملية الاستيلاء. ففي الشركات العامة أو المساهمة، قد تكون الملكية موزعة بين كثيرين أو يتم إحكام السيطرة عليها من قِبل عدد محدود من حاملي الأسهم الكبار. قد يكون لدى الشركة تاريخ زاخر بوسائل الدفاع الناجحة ضد عروض الشراء المجحفة، الأمر الذي يدل على إمكانية رفض تلك العروض التي تراها غير مناسبة. وقد يكون لدى شركة أخرى خبرة في المشاريع المشتركة، مما يجعلها ترى أن التقدم بعرض مشروع مشترك قد يكون أكثر نجاحًا من عرض عملية الاستيلاء.

في بعض عروض الاستيلاء الصغيرة، قد يعزف مالكو الشركة المطروحة للبيع عن إتمام البيع. على سبيل المثال، تظهر تلك الحالة بوضوح في بعض مجموعات الشركات الألمانية التي تملكها عائلات لعدة سنوات والتي قد يؤخذ بيعها على أنه ضرب من ضروب الفشل. تنطبق تلك الاعتبارات كذلك على الشركات اليابانية المطروحة للبيع.

قد يكون المركز المالي لمالكي الشركة من العوامل المؤثرة. فعندما يعاني مالكو الشركة من بعض المشكلات المالية، تزداد رغبتهم في البيع.

استبعاد المرشحين: التصفية الأولى

يمكن استبعاد المرشحين لعملية الاستيلاء وفقًا لحجمهم وشركاتهم والأسواق وتنوع المنتجات وفارق الفائدة والملكية (الإمكانيات المالية المتاحة لدى الشركة). وفي هذه المرحلة، قد يتم استبعاد معظم المرشحين لعدة أسباب؛ ومن ثم، مطالبة فريق العمل المسئول عن عملية الشراء بالتركيز على عضو أو اثنين فقط من المرشحين. ففي المثال المبسط التالي ذكره، سنجد أن العضو المرشح (أ) فقط من إجمالي ستة مرشحين من (أ) إلى (و) سيبقى في عملية التصفية الأولى. يمكن أن يتم تحليل الشركة بعد ذلك على نحو أكثر تفصيلاً كشكل جاد من أشكال عمليات الاستيلاء.

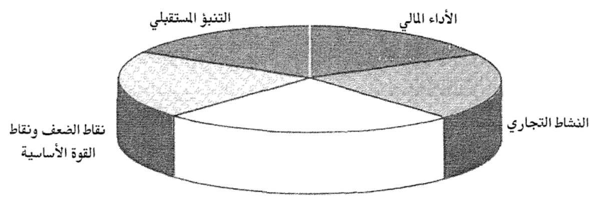
عملية التصفية التوضيحية

العضو	الحجم	الأسواق (التوازن الإقليمي)	تنوع المنتجات	أنشطة أخرى خارج المجال المطلوب	الملكية (الإمكانات المالية المتاحة)
(أ)					
(ب)			منتج واحد فقط		
(ج)		متمركز للغاية			
(د)					خبرة سابقة في العروض المجحفة الفاشلة
(هـ)	صغير للغاية				وجود مالك واحد، وعدم الرغبة في البيع بسعر غير مقبول
(و)	كبير للغاية			حجم دوران ضخم لرأس المال في أنشطة ليس لها صلة بالعرض المقدم	

تحليل أداء الشركة المطروحة للبيع

في ضوء المعلومات المتاحة، ينبغي القيام تحليل الأداء الخاص بعملية الاستيلاء المتوقعة. ويتمثل الغرض من هذا التحليل في تحديد قيمة الشركة المطروحة للبيع لمقدم عرض الشراء، وذلك بفرض أن تلك الشركة ستكون ذات نشاط واحد بعد إتمام عملية الشراء.

يصعب تقييم الشركات، وينبغي تطبيق عدد من معايير الأداء المالي وغير المالي. وثمة بعض المعايير المقترحة من خلال الشكل الآتي:



التنبؤ بالأداء المستقبلي

توقعات النمو المستقبلي

تحسن الهامش المستقبلي

إنتاج التدفق النقدي المستقبلي

مناطق المخاطرة المحتملة

نقاط الضعف ونقاط القوة الأساسية

المنتجات/ الماركات التجارية

التكنولوجيا

الأصول

الإدارة

الأداء المالي

نمو الأرباح

هوامش الأرباح

التدفق النقدي

حجم القروض

العائد

نسب أخرى

أداء نشاط الشركة

أسهم السوق

تطوير المنتجات



التوزيع	التغطية الجغرافية
	الابتكار
وضع مجال النشاط التجاري	كثافة رأس المال
هيكل التكلفة بالمقارنة بالمنافسين	الأصول (المدة/الموقع، إلخ)
المنافسة	الموظفين
وضع سلسلة التمويل	

تحليل التعاون

ينبغي أن يكون هناك تحليل لسبل التعاون المتوقعة من عملية الاستيلاء. ويتمثل الغرض من تحليل التعاون في تقييم مدى الإضافة التي قد تستحقها الشركة في حالة الحصول على الشركة المطروحة للبيع كزيادة عن قيمتها كنشاط مستقل، وذلك على فرض أن سبل التعاون يمكن تحقيقها. كذلك جدير بالذكر أن يتم تقييم المكاسب المالية لمنع أحد المشترين من الحصول على الشركة المطروحة للبيع.

يعد تقييم سبل التعاون تحليلاً للتكلفة والعوائد. ينبغي أن تنتج المكاسب أو العوائد من التكاليف المنخفضة كتكاليف الدعاية المتعارف عليها أو تكاليف التسويق أو عن طريق تجميع موارد البحث والتنمية أو الإدارة المشتركة. في ذلك الوقت، ستكون التكاليف هي استثمار لرأس المال الإضافي والمدفوعات الزائدة المطلوبة لتحقيق المدخرات.

المكاسب الاستراتيجية

يصعب تقييم المكاسب طويلة الأجل أو المكاسب الاستراتيجية لعملية الشراء. ومع ذلك، فإنه يمكن أن تتسبب تلك المكاسب في إقناع شركة ما بدفع مبلغ أعلى من القيمة قصيرة الأجل للشركة.

قد تشمل المكاسب الاستراتيجية ما يلي:

- **منع إيقاف عملية الشراء للشركة المطروحة للبيع من قِبل أحد المنافسين**
- **منع إيقاف عملية الشراء للشركة مقدمة العرض من قِبل أحد المنافسين الكبار**

- الحصول علىماركة تجارية متميزة
- الحصول على مهارات تكنولوجية جديدة

إذا كان من الممكن تقدير قيمة المبلغ الإضافي الاستراتيجي الخاص بعملية الشراء، وكذا القيمة الإجمالية لعملية الشراء للشركة مقدمة العرض، فإن الحد الأقصى للسعر الذي يجب دفعه، سيكون كما يلي:

قيمة الشركة المطروحة للبيع ذات النشاط المستقل	x
صافي قيمة صور التعاون المتوقعة	y
المبلغ الإضافي الاستراتيجي	z
الحد الأقصى لسعر البيع	x + y + z

دراسة لشركة مطروحة للبيع

يمكن للشركات دراسة شركة مطروحة للبيع بطريقة من الطرق الثلاث تالية الذكر:

- دراسة مباشرة لإدارة الشركة
- دراسة من خلال المستشارين، كأحد بنوك الاستثمار أو إحدى شركات المحاسبة
- دراسة لكبار حاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع، والذي سيؤدي تدعيمهم لموقف المشتري إلى نجاح عرض الشراء. عندما يكون هدف عرض الشراء أحد فروع شركة من المجموعة، فإن الدراسة ستجرى على الشركة الأم لا على الفرع المطروح للبيع.

عملية التفاوض

تشهد عملية الشراء التي يتم التفاوض عليها والتي ربما تكون مدعمة من قِبل المستشارين لشراء إحدى الشركات المطروحة للبيع ما يلي:

- دراسة لإدارة الشركة
- تكوين فريق للتفاوض



- توقيع خطاب سري، وهو عبارة عن التزام أو تعهد من قِبل الشركة مقدمة العرض بألا تستغل أية معلومات تقدمها لها الشركة المطروحة للبيع، إلا إذا كان الغرض منها الصياغة النهائية لعرض الشراء
- تسلم مذكرة من إدارة الشركة المطروحة للبيع، والتي تتضمن معلومات سرية حول تلك الشركة، مثل تاريخ مبيعاتها وهوامش أرباحها وتنبؤات مبيعاتها وأرباحها
- القيام بطرح عرض دلالي، والذي يشمل السعر ومقابل الشراء الذي يعرضه المشتري والذي لا بد وأن يخضع لأسس العناية الواجبة
- تحديد المناطق التي يمكن البحث والتقصي عنها في ظل تنفيذ العملية الخاصة بالعناية الواجبة
- تنفيذ العملية الخاصة بالعناية الواجبة وتطبيق أسسها
- طرح عرض محدد بالشراء أو البيع، ولن يكون ذلك العرض الوقائي المحدد بالشراء أو البيع عرضًا نهائيًا، ولكنه قائم على المفهوم الذي مفاده أن الشركة المطروحة للبيع لن تقبل أي عرض من مشترٍ آخر دون التفاوض على العرض الأصلي أولا

خطاب إعلان النية

في بعض مفاوضات الشراء، قد يطلب المشتري أو البائع إقرارًا رسميًا من البائع أو المشتري عن نيته في المضي قدمًا لإتمام الصفقة، حتى إذا لم يتم التوصل بعد إلى موافقة نهائية. قد يطلب البائع من المشتري خطاب إعلان النية الذي يقر فيه بنيته في مواصلة عملية الشراء في حالة توفر بعض الظروف أو بعض الشروط.

على سبيل المثال، تمت الموافقة على صفقة شراء إحدى شركات الألومنيوم الأسبانية الشهيرة في عام 1998 قبل أن يتم إجراؤها نهائيًا بعام كامل؛ حيث تم التوقيع على خطاب إعلان النية في شهر فبراير من عام 1997، وتم الاتفاق على تفاصيل الصفقة التي بلغت قيمتها 410 مليون دولار على مدار العام التالي لذلك.

في بعض المفاوضات، قد يرغب البائع في الامتناع عن مواصلة عملية البيع ولكنه يوافق على إعطاء المشتري حق الرفض الأول ما إذا كان قد قرر البيع نهائيًا.

العناية الواجبة

يتمثل الغرض من العناية الواجبة في التأكيد على الافتراضات التي يقوم عليها عرض الاستيلاء أو مراجعتها. عادةً ما يتم تنفيذ العناية الواجبة عندما يكون هدف الصفقة شراء شركة خاصة (غير مدرجة) أو فرع تابع لمجموعة شركات كبيرة. فعندما يكون الهدف عبارة عن شراء شركة مدرجة، فعادة ما لا يكون لتلك العناية الواجبة ضرورة؛ من ثم، يقوم المشتري بعرض الشراء دون مراجعة أو معاينة.

تختلف العناصر الكبرى التي لا بد من مراجعتها من صفقة لأخرى، ولكنها عادةً ما تتلخص في النقاط التالية:

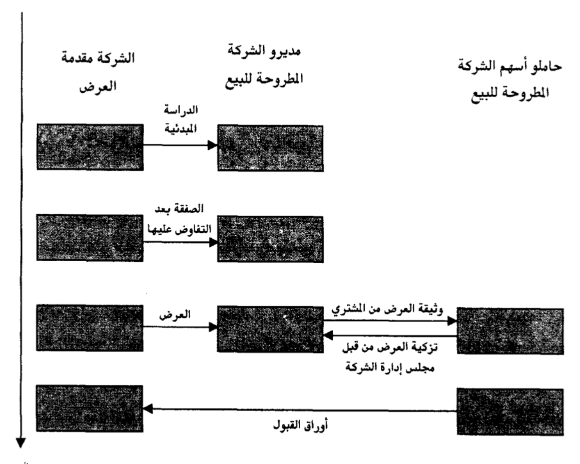
- تنبؤات الأرباح وتنبؤات السيولة النقدية
- الافتراضات التي تقوم عليها الأرقام الواردة في التنبؤ
- توقعات حول التعاون والوضع الاقتصادي من تجميع ودمج الموارد بعد إتمام عملية الاستيلاء
- وجود عقود بيع كبرى لأحد العملاء
- وجود الأصول وتقييم حالتها، وكذا قيمتها والملكية القانونية لها
- التزامات الشركة المطروحة للبيع والتزاماتها المحتملة
- التأكيد على أن الشركة المطروحة للبيع ما تزال هدفًا قائمًا وأنها تعمل على نحو طبيعي
- التأكيد على ثبات واستقرار الإدارة ونظم المعلومات واستمرار العمل على نحو لائق
- الكشف عن أي تغيرات طرأت مؤخرًا على الهيكل المالي للشركة المطروحة للبيع، وكذا على الأرصدة النقدية بها
- الكشف عن الوضع الحالي لعمليات البحث والتنمية أو التطوير بالشركة المطروحة للبيع
- المراجعة البيئية

لا بد وأن يتم تنفيذ العناية الواجبة خلال فترة زمنية معينة لتجنب التأجيل غير المقبول لمفاوضات عملية الاستيلاء. ينبغي أن يكون فريق العمل الذي تم تكوينه من أجل تنفيذ تلك العناية الواجبة كبيرًا بدرجة كافية ليتمكن من تنفيذ العمل المطلوب منه في الفترة

الزمنية المتاحة، كما أنه سيتم توظيف مستشارين من خارج الشركة مثل المحاسبين والمحامين والمراجعين البيئيين في تلك المهمة. ينبغي كذلك أن يصر فريق العمل القائم بالعناية الواجبة على فحص الأمور المهمة ولا ينبغي أن يتذرع ذلك الفريق بحجة قصر الفترة الزمنية والضغط الناتج عن ذلك كسبب في عدم القيام بالمهمة على الوجه الأمثل.

في نهاية فترة العناية الواجبة، لا بد وأن يتم عمل استعراض ومراجعة لتقييم الشركة المطروحة للبيع وسعر البيع في عملية الاستيلاء. فقد تكشف عملية العناية الواجبة أنه في بعض المناطق يكون مركز الشركة المطروحة للبيع أسوأ مما كان متوقعًا. ومن ثم، فإنه ينبغي أن يُعاد النظر بشأن العرض، وقد يكون ذلك من خلال عرض معدل أو شروط معدلة.

العرض



وثيقة العرض

تعد وثيقة العرض عرضًا رسميًا للحصول على أسهم شركة ما. ويتم إرسال تلك الوثيقة لحاملي أسهم الشركة المطروحة للبيع، وتقوم الشركة مقدمة عرض الشراء بطلب موافقة حاملي الأسهم على بيع أسهمهم في تلك الشركة. تتضمن تلك الوثيقة بنود العرض. ينبغي توضيح خطط المشتري بعد عملية الشراء، فيما يتعلق بالشركة، وكذا المكاسب المالية لعملية الشراء. علاوة على ما سبق، يجب أن توضح تلك الوثيقة المبرر التجاري (الاستراتيجي) لعملية الشراء ونوايا المشتري إزاء الإبقاء على موظفي الشركة المطروحة للبيع في وظائفهم.

عندما يكون المشتري عبارة عن شركة مسجلة، فإن مستشاريها قد يقترحون السعر الذي من الممكن أن تطرحه هذه الشركة دون أن تخاطر بانخفاض حاد في سعر السهم للمشتري. ويعكس السعر المقترح التقدير الذي وضعه المشتري للأرباح من الشركة المشتراة وتكاليف الإصلاح الخاصة بذلك. ويعد ذلك الأمر من المواطن التي يمكن أن يساهم المستشارون فيها بوضوح في عملية الاستيلاء.

مواطن الصعوبة

تنشأ العديد من المشكلات في أية مفاوضات تُجرى على عملية استيلاء. ومن أكثر تلك المشكلات انتشارًا الفارق في سياسات المحاسبة بين الشركة مُقدمة عرض الشراء والشركة المطروحة للبيع.

سياسات المحاسبة والنظام الضريبي

قد يقبل كل من المشتري والبائع - مثلاً - أن يكون سعر الشراء ضعف الأرباح السنوية، كأن يوازي 10 مرات قيمة الأرباح السنوية الأخيرة - على سبيل المثال - بعد اقتطاع الضريبة منها. وقد تؤدي سياسات المحاسبة المتباينة إلى وقوع بعض الخلافات حول الرقم غير الصحيح للأرباح السنوية. وقد تتمثل الاختلافات المؤثرة فيما يلي:

- معدل تكاليف الإهلاك على الأصول الثابتة
- وضع مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها
- المعاملة المحاسبية للسمعة التجارية
- رواتب المديرين وغيرهم من الموظفين
- سياسة تقييم البورصة

يمثل النظام الضريبي أحد الأنظمة الصعبة ولا سيما في حالة عمليات الشراء خارج حدود البلاد.

ينبغي أن تجرى مفاوضات للتوصل إلى موافقة حول كيفية تحديد أرباح الشركة المطروحة للبيع بغرض تقييم عملية الاستيلاء. فقد تنشأ بعض المشكلات من جراء بعض المتطلبات الخاصة أو العوامل المحلية، والتي قد يتم السعي بسببها من أجل إيجاد حلول لها. ويختلف ذلك الأمر من عملية استيلاء إلى أخرى. فمثلاً، في إطار عملية استيلاء على شركة خاصة صغيرة الحجم، قد يصر البائع على أن تكون طائرة الشركة أو الطائرة الهليكوبتر الخاصة بها جزءًا من عملية البيع، حتى وإن كان المشتري لا يعبأ بشراء مثل ذلك الأصل من الشركة.

الضمانات والتعويضات

عندما يكون هدف عملية الاستيلاء شركة خاصة، فإن المشتري قد يطلب ضمانات وتعويضات معينة من البائع. ولكن، لا بد أن يتم الاتفاق على طبيعة تلك الضمانات وكذلك الاتفاق على العواقب المترتبة على الإخلال بأي ضمان منها.

- يعبر الضمان عن التزام من جانب البائع نحو المشتري، وفي حالة الإخلال بهذا الضمان أو عدم تنفيذ العهد الخاص بمواصلة الصفقة، فإن المشتري عليه أن يؤكد ويدلل على حدوث إخلال لهذا الضمان، مما يوجب تعويض المشتري عما لحق به من أضرار. على سبيل المثال، قد يضمن مديرو الشركة الخاصة أن المعلومات المعطاة للبائع ما هي إلا معلومات صحيحة تعطي صورة مقبولة عن الوضع المالي للشركة في ذلك الوقت.

- يعمل التعويض على تدعيم الضمان ونقل المسئولية إلى كاهل المشتري لإثبات حدوث إخلال للضمان.

على سبيل المثال، ينبغي أن يتم تحديد وتقييم التزامات الشركة المطروحة للبيع، وذلك ما إذا تم الاستيلاء عليها. فقد تطلب الشركة المشترية ضمانًا من البائع يفيد بأن الالتزامات المحتملة لن تتجاوز مبلغًا معينًا، أو لن تتجاوز قيمة تعويض معينة من تكاليف الضرائب.

أمور أخرى مهمة

إن الأمور المهمة التي تحتاج إلى توضيحها قبل الاتفاق على إجراء الصفقة، تختلف من صفقة لأخرى. ففي أثناء التفاوضٍ على عملية استيلاء، يتضمن الاتفاق ما إذا كان سعر البيع قابلا للتسوية، وذلك وفقًا لظروف معينة. فمثلاً، قد تقبل الشركة مقدمة العرض سداد مبلغ معين مقابل الممتلكات الخاصة بالشركة المطروحة للبيع، والتي تخضع لتقييم مستقل. قد يتوقف سعر البيع على المضاعف الخاص بالأرباح التقديرية وهو قابل للتعديل والتسوية في حالة ما إذا كانت الأرباح الفعلية خلال فترة معينة أعلى أو أقل من تلك التي تم تقديرها.

الدور المتواصل لإدارة الشركة المطروحة للبيع

ثمة أمر مهم آخر يتمثل في دور إدارة الشركة المطروحة للبيع بعد إتمام عملية الشراء، بما في ذلك مبلغ الصفقة وبنودها وشروطها. إذا كان مديرو الشركة المطروحة للبيع يخشون أن يصبحوا بمثابة عمالة زائدة يمكن الاستغناء عنها، فإنه يمكنهم التراجع عن إتمام إجراء عملية الاستيلاء أو الإصرار على الحصول على تعويض شخصي مناسب. أما إذا كانت الإدارة ستظل كما هي بعد إتمام عملية الاستيلاء، فتجدر الموافقة على حجم السلطة التي ستتمتع بها، وكذا حجم السلطة الذي ستتمتع به الإدارة العليا للشركة القائمة بعملية الشراء.

تكاليف الإصلاح أو إعادة التنظيم

قد تحتاج الشركة المشترية تقييمًا لتكاليف الإصلاح المزمع والترشيد اللازم بعد إجراء عملية الاستيلاء. إذا كانت عملية الاستيلاء ستتضمن العمالة الزائدة، فإن الشركة المشتراة عليها أن توفر جميع المعلومات والتفاصيل المتعلقة بتكاليف هذا أمر مثلما توضح شروط عقود العمل، وغيرها مثل هذه الأمور).

الالتزامات المحتملة

تتباين الالتزامات المحتملة التي قد تتحملها الشركة المشترية بعد إجراء عملية الاستيلاء والانتهاء منها تباينًا كبيرًا. قد تكون بعض تلك الالتزامات مكلفة للغاية. وفيما يلي أمثلة لتلك الالتزامات:

- تكاليف الحفاظ على البيئة، وذلك في حالة ما قد تكون الشركة المطروحة للبيع مطالبة بالقيام بأعمال نظافة وغيرها للالتزام بقوانين الحفاظ على البيئة أو الخضوع للضغوط السياسية بشأن قضايا البيئة
- اللجوء إلى أسلوب التقاضي
- الالتزام المحتمل لسداد الضرائب عن السنوات السابقة
- تكاليف التأمين الطبي على الموظفين المتقاعدين
- عقود عمل الموظفين بالشركة المطروحة للبيع
- الالتزامات الموكلة بها الشركة بموجب نظام المعاشات الذي تلتزم به
- الالتزام المحتمل الخاص بتوحيد أنظمة الكمبيوتر بالشركة لتواكب أحدث التطورات والمتطلبات الجديدة

قد يُخول نظام المعاشات للموظفين أخذ معاش يوازي نسبة معينة من آخر مرتب تقاضاه الموظف قبل التقاعد. ويجب التوصل لقيمة إكتوارية (تأمينية) للتأكيد على أن نظام المعاشات التي تلتزم به الشركة لم يكن ذا تمويل ضعيف ولن يحتاج إلى زيادة في مرحلة قادمة.

التوصل إلى اتفاق

يجب أن يكون لدى فريق التفاوض في عرض الاستيلاء السلطة الكافية التي تمكنه من إتمام الاتفاق. أما إذا كان لا بد وأن تُرجع الأمور في كل مرة إلى سلطة أعلى، فإن الثقة في أثناء إجراء مناقشات بصدد عملية الشراء ستتلاشى.

يجب أن يكون لدى المشتري التمويل الكافي لدعم عملية الشراء. وقد يوصف بأنه تصرف غير مسئول إذا تم الاتفاق على عرض ما ثم لم يكن التمويل كافيًا للوفاء به. فمثل هذا الأمر من شأنه أن يسفر عن خسائر فادحة.

ينبغي أن يتم تجنب حالات سوء الفهم قدر المستطاع. فعلى كل جانب أن يفهم هدف الآخر في المفاوضات حتى يمكن تنفيذ الصفقة بنجاح محققة بذلك أهداف الطرفين. يجب أن يتم تحديد الأمور المهمة توضيحها. فكلما كانت الظروف مناسبة،ينبغي تعيين المستشارين للمساعدة في تحديد الأمور والقضايا المهمة والحلول المكنة لها. وفي حالة إجراء عمليات الشراء خارج الحدود، ينبغي أن يقوم المشتري بتعيين مستشارين لديهم معرفة محلية بالدولة التي تعمل بها الشركة المطروحة للبيع.

يمكن أن تتوقف الكثير من مناقشات عمليات الاستيلاء وتسفر عن فشلها، وبالتالي، فإنه ينبغي أن يتحلى المشتري المحتمل ببعض الصبر ولا يحاول تأمين الصفقة التي يرغب فيها بكل الوسائل المكنة، فالنجاح ليس مضمونًا. فإذا ما فشلت المفاوضات على المدى القريب، فإن إدارة الشركة المطروحة للبيع قد تطلب إعادة فتح المحادثات ثانية أو قد توافق على إعادة النظر في عرض آخر معدل في وقت لاحق.

العلاقات العامة

يجدر التعامل مع العلاقات العامة بحرص في أثناء إجراء عمليات الاستيلاء الكبرى ولا سيما أنه يتم التعامل معها من قِبل إدارة علاقات المستثمر. وينبغي أن يوافق كلا الطرفين في عملية الاستيلاء على ما يعلنه كل منهما في إعلانات الصحف الخاصة بهما، كما يجب توضيح المكاسب الناتجة عن إجراء الصفقة والتي ستعود على الطرفين.

نظرًا لأن عمليات الاستيلاء الكبرى تجذب اهتمام سوق الأوراق المالية، اهتمام الصحف، فإنه ينبغي أن يتم إعطاء المحللين والصحفيين الاقتصاديين الفرصة لحضور جلسات النقاش التي يقيمها الطرفان لتوضيح أهمية تلك الصفقة وأسباب جذب الأنظار إليها.

الفصل الرابع

عمليــــات التقيـيــــم

يساعد التقييم الذي يجرى للشركة المطروحة للبيع أو لأحد الأنشطة التجارية بالشركة على تحديد الحد الأقصى للسعر الذي سيقبل المشتري سداده للسيطرة على الشركة. يستجيب البائع للعرض الذي يقدمه المشتري وذلك وفقا لتقييم المشتري. ومع ذلك، فإن البائع قد يضع تقييمه الشخصي للأسهم وللنشاط التجاري بالشركة، وذلك كحد أدنى للسعر النقدي الذي قد يكون مقبولاً أو السعر المستهدف الذي يمكن تحقيقه.

يمكن أن يبدأ المشتري عرضه بسعر منخفض، ثم يزيد من هذا السعر كلما تواصلت المفاوضات بين الطرفين، وذلك في أثناء إجراء المفاوضات في عملية الاستيلاء. أما في حالة عملية الاستيلاء المجحفة فإن مقدم العطاء يجب عليه تحديد السعر منذ البداية ويقنع به حاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع كي يبيعوا به. يمكن أن يُعاد النظر بشأن عرض مجحف كهذا، ولكن ثمة فرصة ضعيفة لمحاولة تحسين السعر من خلال المفاوضات التي تجرى بين الطرفين.

لا توجد طريقة صحيحة مائة بالمائة لاتباعها في عملية التقييم، كما أنه ليس هناك من سعر صحيح يمكن وضعه. ويرجع ذلك إلى أن الأطراف المتعددة تختلف باختلاف آرائها حول القيمة، مما يعكس الاعتبارات المختلفة لكل طرف. ومما لا يثير الدهشة أن السعر قد يمثل عقبة في طريق نجاح المفاوضات بين الطرفين. فالبائع غالبًا ما يرغب في سعر أعلى من ذلك الذي يوافق المشتري على سداده.

المبلغ الإضافي لعرض الشراء

عندما ينجح المشتري في إجراء عملية استيلاء لشركة مدرجة بالبورصة، فإن سعر الشراء غالبًا ما يكون أعلى من قيمة رأس المال بسعر السوق الحالي للشركة المطروحة للبيع. ويعد المبلغ الإضافي شرطًا ضروريًا لإقناع حاملي الأسهم ببيع أسهمهم لمقدم العرض، بدلاً من بيعها في السوق.

من وجهة نظر مقدم العرض، يحتاج هذا الأمر أن يتم تبريره بذكر المكاسب التي قد تعود نتيجة السيطرة على أوجه تشغيل تلك الشركة والتحكم في إدارتها. فمثلا، ستؤدي القدرة على تقديم المكاسب من خلال مظاهر التعاون بين الطرفين كالتكاليف المنخفضة والإيرادات المرتفعة إلى وجود قيمة زائدة. يمكن أن تتم إعادة تنظيم الشركة المشتراة أو إجراء بعض الإصلاحات عليها وتحسين نظم الإدارة بها. ويتمثل التحدي أمام المشتري في ضمان أن المبلغ الإضافي الذي سيتم سداده ليس مبلغًا ضخمًا، وأن التعاون المنتظر سيتحول إلى حقيقة واقعة.

تقنيات التقييم

يمكن استخدام عدد من تقنيات التقييم المتباينة؛ حيث أنه من شأن كل تقنية منها أن تعطي تقييمًا مختلفًا. وباتباع كل التقنيات المتاحة، يمكن أن تؤدي التقنيات المتعددة إلى الوصول إلى مستوى السعر الذي يقبل المشتري أو مقدم العرض السداد به.

تشمل تقنيات التقييم المختلفة ما يلي:

- عندما تكون الشركة المطروحة للبيع شركة مدرجة، فإن التقييم يتمثل في: قيمة رأس المال بسعر السوق الحالي + المبلغ الإضافي.
- عندما يكون المشتري شركة مدرجة، التقييم يتمثل في: الحجم التقريبي للشركة المطروحة للبيع إلى الحجم التقريبي لشركة المشتري.
- لحساب معدل الأسعار/الأرباح أو مضاعفات الدخل قبل حساب الفائدة أو الضرائب أو التدفق النقدي الحر، يتم استخدام تحليل العرض التاريخي أو تقييمات المقارنة بالنسبة للشركات المسجلة المتشابهة
- التدفق النقدي المخصوم
- قيمة الأصول
- قيمة التصفية

ينبغي استخدام العديد من تقنيات التقييم، كما يمكن أن تستخدم تقنية واحدة فقط تقوم مقام اثنين أو أكثر من التقنيات الأخرى، وذلك بتبديل الافتراضات التي تقوم على أساسها الحسابات المختلفة. يمكن استخدام جميع التقنيات الواردة في القائمة السابقة للحصول على تقييم للشركة المدرجة. ومع ذلك، فإن التقنيات القائمة على قيمة رأس المال بسعر السوق الحالي قد لا يتم استخدامها بالنسبة للشركات غير المدرجة.

يجب أن يضع المشتري أربع قيم مختلفة عندما تكون الشركة المطروحة للبيع شركة مدرجة على قائمة البورصة.

- قيمة رأس المال بسعر السوق الحالي لتلك الشركة
- الحد الأدنى للسعر الذي من المفترض أن يُطرح لإقناع حاملي الأسهم ببيع أسهمهم
- قيمة المكاسب التي يتوقع المشتري الحصول عليها إثر إجراء عملية الاستيلاء، بما في ذلك الأرباح الزائدة ومبيعات الأصول، إلخ. وعلى ذلك، يتحدد الحد الأقصى للسعر الذي على المشتري أن يقوم بسداده.
- السعر المستهدف سيتم تقريره في أثناء المفاوضات، والذي من المحتمل أن يمثل حلاً وسطًا بين أعلى سعر يمكن للمشتري سداده وأقل سعر يمكن أن يقبل به البائع.

قيمة رأس المال بسعر السوق الحالي

عندما تكون الشركة المطروحة لعملية الاستيلاء أو للشراء شركة مدرجة، فإن سعر البيع يجب أن يكون أعلى من سعر السوق الحالي لتحقيق أية فرصة لنجاح عملية الاستيلاء. وعلى المشتري أن يتوقع السداد بسعر أعلى من السعر الحالي للسوق ليعكس المبلغ الإضافي الناجم عن التحكم في الشركة المطروحة للبيع.

قد تصبح قيمة رأس مال الشركة بالسوق في الوقت الحالي أمرًا لا يمكن الاعتماد عليه في حالة ما يكون سعر سهم الشركة متقلبًا في السوق، أو عندما تكون الشركة عرضة للمضاربة.

مثال

في أبريل عام 1998، أعلنت مجموعة شركات سياحية عن عزمها إجراء عملية دمج تبلغ قيمتها 166 مليار دولار والتي من شأنها أن تؤدي إلى تكوين كبرى الشركات المقدمة للخدمات المالية.

في أعقاب الإعلان عن ذلك، ارتفعت أسهم شركات الخدمات المالية ارتفاعًا شديدًا، وسط توقعات بأن الشركات الأخرى قادرة على أن تقوم بعمليات استيلاء عليها. على سبيل المثال، استطاعت إحدى الشركات الأخرى أن تحقق مكسبًا بنسبة 6.9% بمجرد الإعلان على عملية الدمج.

التحليل التاريخي لعرض الشراء

في بعض الأحيان، قد يكون ممكنًا أن يتم تحديد الحجم النسبي للمبلغ الإضافي على القيمة الحالية بالسوق والذي قد يتوقع المشتري سداده وذلك من تحليل عروض الشراء الناجحة السابقة في المجال نفسه. وستكون النسبة المئوية للمبلغ الإضافي إلى القيمة الحالية بالسوق أعلى في بعض الأنشطة والمجالات عن غيرها في أجزاء أخرى من العالم.

تقييمات مقارنة

تتمثل تقنية التقييم المنتشرة والتي يستخدمها المتخصصون في عمليات شراء ودمج الشركات في بنوك الاستثمار في المقارنة بين الشركات التي تعمل المجال نفسه باستخدام معدلات متباينة. ومن ثم، يمكن التوصل إلى قرار لتقييم الشركات سواء أكانت الشركة المعنية قد تمت المبالغة في قيمتها أم التقليل من قيمتها بالمقارنة بالشركات الأخرى. تتم تزكية الشركات التي خُفضت قيمتها عن القيمة الحقيقية للعملاء كشركات يمكن اعتبارها أهدافًا لعمليات الاستيلاء، فضلاً عن وضع بعض أسعار البيع المقترحة لها.

تعنى معدلات المقارنة في ذلك النوع من التحليل بما يلي:

- القيمة الحالية في السوق في ضوء دوران رأس المال السنوي والتدفق النقدي والأرباح والقيمة الدفترية للأصول

- هوامش التشغيل: كربح التشغيل ونسب الربح الصافية
- متوسط معدل النمو السنوي لدوران رأس المال والتدفقات النقدية والأرباح على مدار ما يقرب من خمسة أعوام

يجب أن تكون للشركات ذات الهوامش المرتفعة ومعدلات النمو السريعة والتدفقات النقدية القوية قيمة أعلى من قيمة الأنشطة التجارية ذات الهامش المنخفض ومعدل النمو البطيء. وبناءً على ذلك، يجب أن تأخذ مقارنات القيمة عدة عوامل في اعتبارها، مثل: معدلات النمو وحجم الهوامش ومستوى الأرباح وقوة التدفقات النقدية.

إليك مثال يمكن استخدامه لمعدلات المقارنة في مثل تلك الظروف.

مقارنة بين الشركات

	شركة (أ)	شركة (ب)	شركة (ج)	شركة (د)
	القيمة بالمليون دولار	القيمة بالمليون دولار	القيمة بالمليون دولار	القيمة بالمليون دولار
عائد المبيعات السنوية	1,720.6	569.5	1,124.4	1,203.3
التدفق النقدي للتشغيل	289.3	105.9	173.5	194.9
دخل التشغيل	258.1	91.2	146.2	150.4
صافي الدخل	103.3	34.7	48.0	29.7
قيم السوق				
حصة رأس المال	890.2	275.9	463.4	502.0
الأسهم الممتازة	50.0	0.0	0.0	0.0
أوراق الدين المالية	200.0	0.0	0.0	50.0

القروض	66.0	74.5	240.0	147.7
	1.206.2	350.4	703.4	699.7
أرصدة وأوراق مالية متداولة	(27.8)	(8.6)	(9.3)	(12.1)
إجمالي القيمة (الحالية)	1,178.4	341.8	694.1	687.6
المعدلات				
القيمة الإجمالية/المبيعات السنوية	0.68	0.60	0.62	0.57
القيمة الإجمالية/التدفق النقدي	4.1	3.2	4.0	3.5
القيمة الإجمالية/دخل التشغيل	4.6	3.7	4.7	4.6
التدفق النقدي للتشغيل/المبيعات %	16.8	18.6	15.4	16.2
دخل التشغيل/المبيعات، أي الهامش الإجمالي %	15.0	16.0	13.0	12.5
صافي الدخل/المبيعات %	6.0	6.1	4.3	2.5
القيمة المحاسبية أو الدفترية لكل سهم	0.40	0.33	0.43	0.06
السوق/المعدل الدفتري	2.5	1.5	2.3	1.8
معدلات نمو لمدة خمس سنوات % سنويًا				
عائد المبيعات	8.2	10.5	6.1	8.4
تدفق نقدي للتشغيل	7.6	6.7	8.3	7.3
دخل التشغيل	8.0	7.1	8.1	7.9
صافي الدخل	10.4	5.0	12.7	9.2

مصطلحات خاصة بتحليل النسب والتقييمات المقارنة

يختلف تعريف بعض المصطلحات مثل إجمالي قيمة السوق والتدفق النقدي للتشغيل لدى المحللين.

فيما يلي بعض التعريفات المقترحة لبعض المصطلحات التي يمكن اعتبارها تعريفات عامة:

- **القيمة الإجمالية للمشروع**

القيمة الحالية للأسهم في السوق بناءً على متوسط سعر السوق	A
القيمة الحالية لأوراق الدين المالية في السوق والأسهم الممتازة	B
القيمة الاسمية للقروض طويلة الأجل	C
	A + B + C
بعد خصم قيمة الأرصدة النقدية والأوراق المالية المتداولة	D
قيمة السوق الإجمالية الحالية	A + B + C - D

للحصول على القيمة الإجمالية لإحدى الشركات، بما في ذلك القروض والأسهم الممتازة، لا بد من القيام بمقارنات مناسبة لأرباح التشغيل والتدفقات النقدية. ويجب طرح أو خصم القيمة الحالية للأرصدة النقدية والأوراق المالية المتداولة، وذلك نظرًا لأنها لا تمثل جزءًا من أرباح تشغيل الشركة، كما أنها لا تمثل جزءًا من القيمة الأساسية بها.

- **التدفق النقدي للتشغيل**

الدخل قبل حساب الفائدة والضرائب	A
معدل الإهلاك (نفقات غير نقدية)	B
التدفق النقدي للتشغيل .	A + B

في كثير من الدول، ثمة طريقة أكثر دقة يمكن بها قياس التدفق النقدي للتشغيل في شركة ما وذلك من خلال بيان التدفق النقدي في تقرير وحسابات هذه الشركة والتي يتم نشرها.

- **دخل التشغيل وصافي الدخل**

في دخل التشغيل هو الدخل الناتج من أنشطة التشغيل وذلك قبل خصم تكاليف الفائدة والضرائب. أما صافي الدخل، فهو يمثل الدخل بعد حساب الضرائب.

- **القيمة الدفترية لكل سهم**

القيمة الدفترية عبارة عن قيمة صافي الأصول لشركة ما، وفقًا لما ورد في ميزانية الشركة. وتمثل القيمة الدفترية، من حيث التقييم المحاسبي، حصة الشركة المملوكة من قِبل حاملي الأسهم بها. ويمكن حساب القيمة الدفترية لكل سهم بقسمة إجمالي القيمة الدفترية لصافي الأصول على عدد الأسهم التي تم إصدارها.

استخدام معدلات المقارنة

يمكن استخدام معدلات المقارنة في تحديد الشركات التي خُفضت قيمتها، إضافةً إلى تلك الشركات التي تستحق مزيدًا من الاهتمام بها. وثمة طريقة مفيدة ولكنها أولية لحساب قيمة المقارنة تتمثل في قسمة معدل السوق على النسبة الدفترية. وتمثل تلك النسبة قيمة حصص أسهم الشركة بالسوق في الوقت الحالي إلى القيمة الدفترية. قد يشير المعدل المنخفض المقارن إلى الشركة التي خُفضت قيمتها. تعد تلك الطريقة في الحصول على معدلات المقارنة طريقة أولية وبدائية، وذلك لأن القيم الدفترية لا يمكن أن يُعتمد عليها كمؤشرات للقيمة.

في المثال التالي، قد تحتاج شركة (ب) إلى دراسة عميقة من قبل مستشاري عمليات دمج وشراء الشركات. وفي هذا المثال، يعد معدل السوق/القيمة الدفترية منخفضًا بالمقارنة مع غيره. إضافة إلى النقاط الآتية:

- القيمة الإجمالية للشركة منخفضة بالنظر إلى التدفقات النقدية الناتجة عنها وأرباح التشغيل بها

- تعد معدلات التدفق النقدي من التشغيل/معدل المبيعات، وكذلك أرباح التشغيل/هامش المبيعات معدلات مرتفعة.
- حققت تلك الشركة نموًا كبيرًا في مبيعاتها السنوية، ولكن كان لديها نمو أبطأ في الأرباح.

بمجرد أن تُصنف الشركة على أنها شركة منخفضة القيمة، يمكن للمشتري أن يقدر قيمتها الحقيقية إذا كان يأمل في تحسين أدائها ليباري منافسيها.

مضاعف الأرباح

ثمة تقنية فعالة وبسيطة في آن واحد يمكن من خلالها تطبيق أحد المضاعفات سواء على الأرباح السنوية (أي الدخل بعد حساب الضرائب بوجه عام) أو على الدخل السنوي قبل حساب الفائدة والضرائب. من الأمور المعتادة أن يتم تحديد قيمة الشركة على أساس النقاط التالية:

- تطبيق معدل القيمة على آخر الأرباح السنوية التي تم إصدارها مؤخرًا، فيما عدا العناصر الاستثنائية (المعدل التاريخي لنسبة سعر السهم/الربح أو مضاعف الدخل قبل حساب الفائدة والضرائب)
- تطبيق معدل القيمة للأرباح المتوقعة في العام الحالي (المعدل المتوقع لسعر السهم/الربح المتوقع أو مضاعف الدخل قبل حساب الفائدة والضرائب)

تعد تقنية التقييم تقنية فعالة في حالة شراء شركات خاصة لا تملك قيمة يمكن قياسها بالسوق. يمكن التفاوض على القيمة عن طريق تطبيق المضاعف المتفق عليه على آخر الأرباح السنوية بالشركة أو عن طريق التنبؤ بالأرباح للعام الحالي. يمكن الموافقة على المضاعف بالرجوع إلى ما يلي:

- معدلات سعر السهم/الربح أو مضاعفات الدخل قبل حساب الفائدة والضرائب بالشركات العامة أو المساهمة التي تعمل في المجال نفسه

- معدلات بيع سعر السهم/الربح وفقًا لآخر المبيعات بالشركات المماثلة
- المعدل الحالي لسعر السهم/الربح أو مضاعف الدخل قبل حساب الفائدة والضرائب للشركة مقدمة عرض الشراء

قد يكون المضاعف المرتفع مناسبًا للشركات التي تتوقع نموًا كبيرًا في المستقبل وتلك التي بدأت تستعيد توازنها بعد حالة من الانكماش الاقتصادي التي أصابت نشاطها التجاري.

ستخضع الأرباح السنوية التي يتم تطبيق المضاعف عليها لبعض المناقشات والمفاوضات، في حين أن التعديلات عادة ما تجرى على معدلات الإهلاك (والتي تطبق معدلات الإهلاك للشركات مقدمة العرض) ورواتب المديرين وكذلك الرواتب الأخرى. قد يتقاضى المديرون الملاك للشركات الخاصة رواتب مرتفعة وضعوها لأنفسهم. ولكي تتم الموافقة على تقييم مناسب، من الأفضل أن تُستبدل المرتبات الفعلية بمرتبات تجارية بعد إجراء عملية الشراء. قد تتعلق بعض التعديلات الأخرى بأرباح أو نفقات استثنائية أو قد لا تتكرر (أي تحدث مرة واحدة) كما تتعلق ببعض التعديلات أو باستهلاك السمعة التجارية.

إذا كانت الشركة المطروحة للبيع لديها نسبة ضرائب مرتفعة أو منخفضة على غير العادة، فإن الرقم المعبر عن الأرباح يمكن التوصل إليه من خلال تطبيق المعدل المعتاد للضريبة على كمية الأرباح قبل حساب الضريبة.

مثال

تتفاوض شركة "ألفا" مع ثلاثة مديرين بشركة "ألفا" لشراء شركتهم. فيما يلي توضيح لدخل شركة "بيتا":

	العام الماضي (الفعلي)	العام الحالي (تقديري)
الدخل قبل حساب الضريبة	700,000 دولار	850,000 دولار
الدخل بعد حساب الضريبة (أرباح)	500,000 دولار	600,000 دولار

بلغ دخل الشركة بعد خصم رواتب المديرين بها 300,000 دولار. وقد وجد المحاسب المالي بشركة "ألفا" أن اتباع شركة "ألفا" لسياساتها المتعلقة بأمور الإهلاك، قد أدى إلى أن تصل نسبة الإهلاك السنوية بالشركة إلى 50,000 دولار أعلى من النسبة السابقة عليها.

تم تسعير أسهم شركة "ألفا" في بورصة الأوراق المالية على أساس معدل السعر/الأرباح والبالغ 15، فيما بلغت القيمة الإجمالية لمشروعات الشركة إلى الدخل قبل حساب الفائدة والضريبة 11.5. بلغ متوسط معدل سعر السهم/الربح بالنسبة لمنتجات القطاع الصناعي في شركة "ألفا" 14.

التحليل

لا بد من التفاوض حول تقييم شركة "بيتا". ولكن، ليست هناك من طريقة واحدة صحيحة لحساب ذلك التقييم؛ حيث يمكن أن يكون قد تم التوصل لاتفاقية لتقييم شركة "بيتا" عن طريق تطبيق معدل سعر السهم/الربح والبالغ 12 – وهو معدل أقل من المعدل الخاص بشركة "ألفا" المدرج في سوق الأوراق المالية – على الدخل التقديري لشركة "بيتا" في العام الحالي قبل حساب الضريبة وخصم المبلغ التقديري للضريبة.

قد يتم الاتفاق على أن الراتب المعقول لثلاثة مديرين يجب أن يبلغ 140,000 دولار وأنه يمكن تعديل الأرباح، وفيما يلي بيان بذلك:

	$
الدخل قبل حساب الضريبة (تقديري)	850,000
إضافة رواتب المديرين (الفعلية)	+ 300,000
	1,150,000
خصم الرواتب التجارية للمديرين	– 140,000
	1,010,000
تعديل سياسة الإهلاك	– 50,000

الدخل المعدل قبل حساب الضريبة	960,000
الضرائب (مقدرة بنسبة 31%)	– 298,000
أرباح معدلة	662,000

سيكون تقييم شركة "بيتا" الآن كالتالي:

الأرباح السنوية × نسبة سعر السهم/الربح = 662,00 دولار × 21 = 7,94 مليون دولار

أسعار البيع المؤجلة (التقييم القائم على الأرباح بعد عملية الشراء)

عندما يتم الاستيلاء على شركات خاصة، ويعتمد التقييم المتفق عليه على الأرباح، فإن المشتري عادة ما يقوم بحماية نفسه ضد الأرباح المخيبة للآمال بعد إتمام عملية الشراء من قِبل الشركة المشتراة. من الطبيعي أن يكون هناك شك قد يراود البعض حول ما إذا كان البائع قد بالغ في أرباح الشركة في الأعوام الماضية بغرض عرضها للبيع وأنه قد أخفى العوامل الأساسية التي ستؤثر على الأرباح في المستقبل، مثل الحاجة إلى الإنفاق الأساسي على التحديث.

في اتفاقية أسعار البيع المؤجلة التي تعقد بين المشتري والبائع، يتكون سعر الشراء من الحد الأدنى له والذي يتم سداده فورًا، بالإضافة إلى سداد واحد أو أكثر من الأقساط في تاريخ آجل اعتمادًا على أرباح الشركة في الفترة التالية لعملية الشراء.

على سبيل المثال، قد يكون سعر الشراء 20 مليون دولار بالإضافة إلى سداد قسط واحد بعد ثلاث سنوات والذي قد يصل إلى 12 مرة من قيمة الأرباح قبل حساب الضرائب في العام الثاني والتي تجاوزت رقمًا محددًا.

عندما يظل الملاك السابقين للشركة المشتراة كمديرين بعد إتمام عملية الشراء، فقد تدفعهم "اتفاقية الأسعار المؤجلة" نحو تحقيق أرباح النمو الأساسية في الأعوام التالية لعملية الاستيلاء وحتى تاريخ سداد أسعار البيع المؤجلة.

صفقات الشراء والبيع الآجلة

تتضمن التقنية الأخرى من تقنيات التقييم – التي تربط بين جزء من سعر شراء شركة خاصة وبين أرباح ما بعد عملية الشراء – صفقات الشراء والبيع الآجلة. من الممكن إتمام عقد اتفاقية تخص صفقات الشراء والبيع الآجلة أينما احتفظ بائعو الشركة ببعض الأسهم في حوزتهم. وبالتالي، فإن المشتري سيحصل على الحصة الغالبة في الشركة وسيصبح البائعون قلة من حاملي الأسهم، وربما يظلوا مديرين للشركة المشتراة. تتضمن اتفاقية الشراء إصدار صفقات شراء آجلة للمشتري وصفقات بيع آجلة للبائع.

- تعطي صفقات الشراء الآجلة المشتري الحق – وليس الإلزام – في شراء أسهم القلة مقابل سيولة نقدية في تاريخ محدد أو بعد حلول هذا التاريخ.
- تعطي صفقات البيع الآجلة الحق – وليس الإلزام – لحاملي أسهم الأقلية في بيع أسهمهم مقابل سيولة نقدية لحاملي أسهم الأغلبية في تاريخ محدد أو بعد ذلك التاريخ.

ينبغي أن تتم كتابة صيغة سعر شراء أو بيع الأسهم إذا أجريت صفقات الشراء أو صفقات البيع الآجلة في اتفاقية الشراء الأصلية. وتعتمد صيغة السعر عادةً على دخل ما بعد عملية الشراء للشركة المشترية أو على دخل المجموعة بأكملها بعد إتمام عملية الشراء أو على معدل سعر السهم/الربح للشركة المشترية في أثناء إجراء الصفقات الآجلة.

مثال

أُجري اتفاق بين شركتين هما (أ) و(ب) على إتمام مشروع مشترك لتوريد ماكينات طباعة إلى الولايات المتحدة. وبالتالي، تكونت شركة مشتركة جديدة لتملك الشركة (أ) 50.1% والشركة (ب) 49.9%.

أجرت الشركتان صفقات شراء وبيع آجلة على أسهم الأنشطة التجارية للشركة (ب) وذلك بعد أربع سنوات وبأعلى سعر على قيمة أي مدفوعات تقوم بها. وبذلك، يمكن أن تطلب الشركة (ب) من الشركة (أ) أن تشتري الأسهم أو يمكن أن تطلب الشركة (أ)

من الشركة (ب) أن تبيع الأسهم بسعر ما يتوقف على الصيغة المتفق عليها تتوقف على الحد الأقصى للسعر.

مساوئ اتباع تقنية تقييم معدل سعر السهم/الربح

على الرغم من أن تقنية تقييم معدل سعر السهم/الربح تتميز بالسرعة والسهولة، فإن بها الكثير من نقاط الضعف والمساوئ، والتي من بينها ما يلي:

- وجود تنوع في سياسات المحاسبة بين الشركات؛ ومن ثم، فإن المكاسب التي ترد عن تلك الشركات يتم حسابها على أسس متباينة.
- تعكس معدلات سعر السهم/الربح بالشركات المستقلة توقعات السوق لنمو الأرباح بالمستقبل. ويختلف هذا الأمر بين الشركات، مما يجعل أمر المقارنات بينها أكثر صعوبة.
- تتسم الشركات المختلفة بأن لديها أشكال متباينة من هيكل رأس المال. وتؤثر الفعالية المالية على حجم المخاطرة التي تتعرض لها الشركة؛ وبالتالي، تؤثر بدورها على القيمة في السوق وعلى معدل سعر السهم/الربح بالشركة. ويمكن الإشارة إلى تلك الصعوبة من خلال التقييم باستخدام الأرباح قبل حساب مضاعفات الفائدة بدلاً من استخدام صافي الدخل.

مضاعف التدفق النقدي الحر

قد يتم تقييم الشركات ذات تدفقات التشغيل النقدية الضخمة على أساس مضاعف التدفق النقدي الحر لديها. والتدفق النقدي الحر عبارة عن صافي تدفقات التشغيل النقدية بالشركة بعد خصم أي مدفوعات نقدية موجهة لغير أمور التشغيل والتي لا بد من سدادها، مثل تكاليف الفائدة ومدفوعات الضرائب التجارية.

تقييم التدفق النقدي المخصوم

تعد أكثر الطرق العلمية والمعتادة في التقييم طريقة التدفق النقدي المخصوم. وتعد تلك الطريقة إحدى التقنيات المالية المستخدمة في تقييم التكاليف المالية والأرباح للاستثمارات

طويلة الأجل أو لتقدير قيمة أي استثمار مثل عمليات الشراء طويلة الأجل. يمكن استخدام تلك الطريقة في تقييم الشركة اعتمادًا على التدفقات النقدية الحرة المتوقعة بالشركة على مدار عدد من السنوات. وتجدر الإشارة إلى أنه يفضل اللجوء إلى هذه الطريقة على وجه الخصوص عند تقييم الشركات المطروحة للبيع التي تملك حقوق الإنتاج لفترة محدودة مثلما يحدث في العلامات المسجلة للشركات التي تعمل في مجال الصناعات الدوائية أو في أي مجال آخر تتوفر به تنبؤات التدفق النقدي التي يمكن الاعتماد عليها.

خطوات تقييم التدفق النقدي المخصوم

لتطبيق طريقة تقييم التدفق النقدي المخصوم، يجب اتباع الخطوات التالية:

- تحديد الخطوط العامة للتدفقات النقدية الحرة المتوقعة للشركة المطروحة للبيع خلال فترة الاستثمار أو السداد التي تم اختيارها. ويمكن، بناءً على ذلك، أن يتم تقييم التدفقات النقدية الحرة كأرباح بعد حساب الضرائب بالإضافة إلى تكاليف الإهلاك.
- تقدير المكاسب المتوقعة من مظاهر التعاون، وذلك في إطار مفاهيم التدفق النقدي، مثل الاقتصاد في التكاليف، إلخ
- السماح بأي تكاليف ترشيد متوقعة أو أي استثمارات جديدة قد تحتاجها الأصول الثابتة (التجهيزات الجديدة) أو رأس المال العامل (أسهم أو مدينين)
- السماح بأي أرباح متوقعة من إعادة بيع أصل من الأصول أو جزء من الشركة المراد شراؤها
- تحديد متوسط العائد السنوي للاستثمار خلال فترة الاسترداد، والذي يتم التعبير عنه كمعدل سنوي للفائدة كل عام. ويطلق على ذلك العائد عائد الاستثمار المستهدف، والذي يمكن أن يعتمد على تكلفة المشتري لرأس المال.
- حساب القيمة الحالية

تقييم التدفقات النقدية

لا يمكن تجاهل تقييم التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار والتي كثيرًا ما تكون عرضة لبعض الشكوك لا سيما إذا كان لا بد وأن يتم التنبؤ بالتدفقات النقدية لعدة سنوات في المستقبل. ويأتي التقييم المناسب للتدفقات النقدية الزائدة للشركة المراد شراؤها كالآتي:

أرباح ما قبل الضريبة لأحد الفروع	A
معدل الإهلاك السنوي	+ B
زيادة الأرباح من مكاسب التعاون	+ C
ضرائب أقل على الأرباح	– (D)
	A + B + C D

علاوة على ما سبق، ينبغي أن تغطي التدفقات النقدية أي تكاليف تنتج عن إجراءات الترشيد بعد إجراء عملية الشراء. ويجب أن يتضمن ذلك تكاليف العمالة الزائدة والعائدات الناتجة عن التصرف في الأصول غير المرغوب فيها أو في مشاريع نشاط الشركة.

يعتمد تقييم التدفق النقدي المخصوم – كما يتضح من اسمه – على التدفقات النقدية التقديرية وليس على الأرباح. تُعبر التدفقات النقدية – بوجه عام – عن الدخل بالإضافة إلى تكاليف الإهلاك السنوية. ولا يعد الإهلاك جزءًا من التدفق النقدي، وإنما هو تكلفة سنوية تنتج عن استخدام الأصول الثابتة واستهلاكها والتي قد تم شراؤها مسبقًا. ومن خلال تقييم التدفق النقدي المخصوم، يتم تضمين تكلفة شراء أي استثمار في التدفقات النقدية، وكذلك تضمين معدل الإهلاك كجزء من النفقات السنوية التي يجب مضاعفة حسابها.

يجب أن يتم تقسيم التدفقات النقدية التقديرية على عدة فترات زمنية. ويعد أمر تقدير التدفقات النقدية السنوية من الأمور المعتادة وليست الضرورية. عند تقييم التدفق النقدي المخصوم، فإن التدفق النقدي السنوي يتم تقييمه في نهاية العام الذي يعبر عنه.

فمثلا، يتم تقييم التدفقات النقدية لعام 1 في نهاية عـام 1، في حـين أنهـا في الواقـع يـتم إجراؤها على مدار العام.

يمكن تقييم التدفقات النقدية التي تحدث في بدايـة العـام في نهايـة العـام السـابق لـه. فمثلاً، يتم تقييم التدفقات النقدية مـن بدايـة الشـروع في الاسـتثمار - بمـا في ذلـك تكلفـة الاستثمار في حد ذاته - عند حدوثها في نهاية عام 0، أي في بداية عام 1.

فترة استرداد الاستثمار

تقرر بعض الشركات الحد الأقصى لفترة الاسترداد الخاصة باستثمار معـين، والـتي قد تتراوح بين عشر وخمس سنوات. وبناءً على ذلك، قـد يعتمـد تقيـيم الاسـتثمار علـى التدفقات النقدية وحدها حتى نهاية فترة الاسترداد، ممـا قـد يشـير إلى أن الشـركة لـن تسدد أي تدفقات نقدية ناتجة بعد نهاية فترة استرداد هذه التدفقات.

بدلاً من ذلك، عند تقييم الشركة المطروحة للبيع، يمكن وضع تقييم للمتوسط السنوي للتدفقات النقدية بما قد يتجاوز فـترة التنبـؤ. ويمكـن إضـافة ذلـك الـرقم علـى حسـاب التدفق النقدي المخصوم كقيمة نهائية تحدث مرة واحدة، أي لا تتكرر ويمكن إضافة تلك القيمة النهائية إلى الجزء الأساسي من القيمة الإجمالية؛ ومن ثم، فإن الافتراضـات وراء تلك التدفقات النقدية التقديرية يجب أن يتم النظر إليها مليًا.

معدل الخصم

لا بد من تحديد معدل الخصم. فمن وجهة نظر المشتري، يشير هذا المعدل إلى متوسط معدل النسبة المئوية السنوية للعائد الذي يطلبه المشتري من الاستثمار.

عادةً ما يقوم مجلس الإدارة في الشركات المقدمة لعروض الشراء - باسـتخدام تقنيـات تقييم حساب التدفق النقدي المخصوم - بتثبيـت عائـد الاسـتثمار المطلـوب مـن المشـاريع الكبرى. وثمة طرق متباينة لقياس المعـدل المطلـوب للعائـد. ويعـد ذلـك المتوسـط المـرجح للعائد هو المعدل المطلوب من قِبل حـاملي الأسـهم بالشـركة، وكـذا مـن دائنيهـا. يمكـن للشـركة أن تواصـل سـداد العائـدات الـتي يطلبهـا ممولوهـا شـريطة أن تحقـق جميـع الاستثمارات هذا العائد.

ثمة طريقة أخرى لقياس المعدل المطلوب للعائد وهو تسوية تكاليف التمويل من خلال عامل مخاطرة المشروع. تجدر الإشارة إلى أنه سيُفضل اللجوء إلى المشاريع مرتفعة المخاطرة نظرًا لأن العائد المرتفع بها يفوق عائد المشاريع منخفضة المخاطرة. وقد تتم تسويته كذلك إذا كانت الشركة المطروحة للبيع يتم تمويلها بطريقة تختلف عن تلك التي يعرفها المتقدم بعرض الشراء؛ أي إذا كانت تكلفة رأس المال الخاصة بها أكبر أو أقل من تكلفة رأس المال المتقدم بعرض الشراء. أحيانًا ما تُستخدم معدلات الخصم المرتفعة في حساب القيمة النهائية لتعكس نسبة المخاطرة المرتفعة لفترة زمنية أبعد من ذلك. فمن وجهة نظر البائع، عادةً ما يعكس معدل الخصم تكلفة رأس المال لديه.

العمليات الحسابية للتدفق النقدي المخصوم

تعد العمليات الحسابية للتدفق النقدي المخصوم عمليات مباشرة. تتضمن قرارات استثمار رأس المال إنفاق الأموال للحصول على عائدات سنوات بالمستقبل. عند تقييم استثمار ما، يجب أن تؤخذ القيمة الزمنية للمال في الاعتبار. فالدولار الذي نربحه في المستقبل قد تقل قيمته عن الدولار الذي نربحه اليوم، وذلك نظرًا لأن المال يمكن إعادة استثماره ليدر ربحاً أكثر على مدار فترة من الزمن. فمثلاً، عندما يكون معدل الاستثمار 10% سنويًا، فإن مبلغ 110 دولار خلال عام واحد سيكون مساويًا لمبلغ 100 دولار الآن.

يمكن تحويل التدفقات النقدية التي يتم اكتسابها في المستقبل إلى القيمة الحالية المساوية لها عن طريق وسائل الخصم. وتأتي صيغة تحويل التدفق النقدي لعام آجل إلى قيمته الحالية المساوية لها كما يلي:

$$PV_O = FV_n \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

ذلك حيث إن:

- (Pv_o) تساوي قيمة الاستثمار الحالية لتدفق نقدي بالمستقبل؛ أي أنها تعبر عن قيمتها في عام 0
- (FV_n) تساوي التدفقات النقدية المستقبلية في عام n



- (n) عام التدفق النقدي
- (r) تساوي معدل الاستثمار أو معدل الخصم أو تكلفة رأس المال والتي يتم التعبير عنها كنسبة (10% أو 0.10، كما يمكن أن تكون 7% أو0.07، إلخ)

فمثلاً، تبلغ القيمة الحالية لمبلغ 110 دولار في نهاية عام 1، حيث يبلغ معدل الاستثمار 10%، 100 دولار تم حسابها سنويًا كما يلي:

$$PV = \$110_x \frac{1}{(1.10)^1} = \$100$$

تعبر القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل من أحد المشروعات الاستثمارية عن المبلغ المالي الذي قد يتم استثماره في الوقت الحالي للحصول على هذه التدفقات النقدية في المستقبل، وذلك إذا كان معدل الاستثمار هو تكلفة رأس المال.

عندما يتم خصم صافي التدفقات النقدية المتوقعة من عملية الشراء بمعدل الاستثمار المطلوب من العائد، فإنه يمكن الحصول على تقييم الشركة المطروحة للبيع. ويمثل هذا التقييم القيمة الحالية للتدفقات النقدية في المستقبل، وذلك حتى نهاية الحد الأقصى لفترة الاسترداد الخاصة بالشركة المشترية.

إذا تم تضمين القيمة النهائية في التقييم، فإن ذلك يرد في العام الأخير لهذا التدفق النقدي، ويتم حسابه كالآتي:

$$TV = \frac{FV_n + g}{r - g}$$

حيث إن (g) = النمو المتوقع الدائم

مثال

ترغب شركة "إكو" في الاستيلاء على شركة "فوكستروت"، ومن المتوقع أن التدفقات النقدية الإضافية الناتجة من عملية الشراء ستكون كما يلي، وذلك بعد حساب مكاسب عمليات التعاون والضرائب التجارية.

العام	التدفقات النقديه
	القيمة بالمليون دولار
1	10
2	15
3	20
4	25
5	25

سيكون ثمة تكاليف للإصلاح وإعادة التنظيم بعد إجراء عملية الاستيلاء، والتي تقدر بمبلغ 6 ملايين دولار فور إجراء عملية الشراء و12 مليون دولار بعد مرور عام على ذلك. سيكون هناك أيضًا حاجة في بداية عام 1 لاستثمار 5 ملايين دولار كتجهيزات جديدة لشركة "فوكستروت". تتوقع شركة "إكو" - وهي شركة مساهمة محدودة - أن تربح جميع علميات الشراء بها عائد استثمار قدره 12% سنويًا. ومن المتوقع أن تصل التدفقات النقدية ما يقرب من 20 مليون دولار سنويًا بعد مرور خمس سنوات وأن يتم تطبيق معدل خصم مرتفع يبلغ 14% سيتم تطبيقه على كل ذلك.

التحليل

يجب أن يجرى خصم للتدفقات النقدية التقديرية الناتجة عن عملية الاستيلاء لقيمتها الحالية، بمعدل استثمار يبلغ 12% سنويًا وذلك لتقييم قيمتها الاستثمارية للمشتري.

العام	التدفقات النقدية للتشغيل	تكاليف الإصلاح	استثمار جديد	التدفق النقدى الجديد	معامل الخصم بنسبة 12%	القيمة الحالية
	القيمة بالمليون دولار	القيمة بالمليون دولار	القيمة بالمليون دولار	القيمة بالمليون دولار		القيمة بالمليون دولار
0	–	(6)	(5)	(11)	1.0	(11.00)
1	10	(12)		(2)	$\frac{1}{(1.12)^1}$	(1.79)
2	15	–		15	$\frac{1}{(1.12)^2}$	11.96

14.24	$\frac{1}{(1.12)^3}$	20		-	20	3
15.89	$\frac{1}{(1.12)^4}$	25		-	25	4
14.19	$\frac{1}{(1.12)^5}$	25		-	25	5
81.06	$\frac{1}{(1.12)^5}$	143		-	143	5
صافي القيمة الحالية = 124.5				القيمة النهائية = (0.14 ÷20)		

تبلغ القيمة الحالية للتدفقات النقدية 124.55 مليون دولار، والقيمة المعبرة عن تقييم عملية شراء شركة "فوكستروت". وتشير تلك لقيمة إلى الحد الأقصى للسعر الذي ربما تقوم شركة "إكو" بالشراء به.

عدم التأكد من التدفقات النقدية

على الرغم من العمليات الحسابية التي تجرى على الاستثمارات، فإن تقييمات التدفق النقدي المخصوم تعد أمرًا تقديريًا، يتم تدعيمه من خلال الافتراضات التي تعتمد عليها حسابات التدفقات النقدية والقيم الحالية. وإذا كان لا يمكن الاعتماد على التدفقات النقدية، فإن تقييم التدفق النقدي المخصوم يعد غيرٍ ذات قيمة. يجب أن يتم فحص الافتراضات التي يتم بها تقييم التدفقات النقدية فحصًا دقيقًا، وكذلك يجب أن يتم تحديدها بوضوح.

يمكن أن يتم تنفيذ عدد من تقييمات التدفق النقدي المخصوم، بحيث يستخدم كل منها مجموعة من الافتراضات المختلفة. فمثلا، يمكن الوصول إلى ثلاثة تقييمات منفصلة باستخدام بعض الافتراضات الباعثة على التفاؤل أو التشاؤم فيما يتعلق بما قد يحدث بعد إجراء عملية الشراء. وقد يقدم هذا الأمر عددًا من التقييمات التي تساعد فريق التفاوض على تقييم ما يلي.

- السعر المبدئي الذي يمكنهم عرضه والقائم على الافتراضات المتفائلة
- السعر الذي يمكن أن يتفاوضوا عليه والقائم على أكثر تلك الافتراضات قبولاً
- الحد الأقصى للسعر الذي يمكن أن يعرضوه والقائم على ما يمكن اعتباره من الافتراضات المتفائلة

قيمة التصفية

يتم عرض بعض عمليات الاستيلاء بغرض تصفية الشركة المراد شراؤها وبيع أنشطتها أو أصولها للتصفية كل على حدة لأكثر من مشتري. قد تعد الشركات التي تتمتع بقاعدة أصول كبيرة وحجم ضعيف للأرباح أكثر الشركات المناسبة لمثل هذا العرض. من المنتظر أن يكون رأس مال تلك الشركات بالسوق منخفضًا، كما ستكون قيمة السوق/القيمة الدفترية أو المحاسبية منخفضة أيضًا.

يمكن أن تتحقق الأرباح مما يلي:

- تجريد الشركة من الأصول
- تصفية نشاط الشركة

يعني مصطلح التجريد من الأصول أن يتم شراء الشركة بمبلغ إضافي ضئيل بالنسبة لسعر السوق الحالي؛ ثم يتم تجريدها من الأصول أو بيع أكثر الأصول قيمة وتحقيق ربح من ذلك، أي بيع أملاك الشركة التي وردت في ميزانية الشركة المطروحة للبيع وقد خُفضت قيمتها، ثم تتم تصفية الهيكل الباقي للشركة.

الفصل الخامس

إجــراء صفقــة الاستيــلاء

بالنظر إلى عرض الشراء، على الشركة ألا تقوم فقط بتحديد تقييم للشركة المطروحة للبيع وسعر العرض، وإنما عليها أن تقوم كذلك بتحديد كيفية الترتيب للسداد وكيفية تمويله.

ثمة ثلاثة عناصر مالية لازمة لإجراء عملية الشراء:

- اتخاذ قرار بشأن ما إذا كان سيتم تقديم عرض لشراء إما أصول الشركة المطروحة للبيع فقط أو شراء أسهم تلك الشركة
- طريقة السداد لصفقة الشراء، والشكل الذي ينبغي أن يأخذه سعر الشراء
- خطة التمويل المتبعة في طريقة السداد لصفقة الشراء

عند الدخول في عملية دمج، يظل اهتمام الشركة الأكبر متمثلاً في الموافقة على هيكل الشركة وهيكل امتلاك الأسهم بالنسبة للشركة بعد دمجها.

الاختيار بين الأصول والأسهم

يجب أن يتوصل المشتري والبائع في عملية استيلاء جاري التفاوض عليها إلى اتفاق بصدد ما إذا كان المشتري سيحصل على أسهم الشركة أم سيحصل على أصول الشركة والالتزامات التي يتم تحديدها فقط.

عندما يتم شراء أسهم شركة مطروحة للبيع، فإن المشتري يحصل على جميع حقوق الشركة، بما في ذلك التزاماتها (خصومها) والتزاماتها الطارئة. وعندما تكون الشركة المطروحة للبيع فرعًا من الشركة الأم، فإنه قد يكون هناك قروض مستحقة بين الشركات المرتبطة معًا، أي الفرع والشركة الأم أو الشركات الأخرى بالمجموعة. وقد يكون شرط إجراء عملية الاستيلاء أن يتم سداد تلك القروض.

إذا كانت الشركة المطروحة للبيع لديها مبلغ نقدي ضخم أو أصول بها سيولة، فلا بد أن يكون هناك اتفاق بين المشتري والبائع حول إمكانية حصول مالكي الشركة على تلك المبالغ قبل إجراء عملية الشراء، وكذا حجم تلك المبالغ تحديدًا.

عند التفاوض على شراء أصول معينة بالشركة، فإن المشتري قد يختار من بين تلك الأصول والالتزامات ما يناسبه وما يرغب في الحصول عليه. ويشيع أمر بيع الأصول أو أنشطة ومشروعات الشركة في حالة ما تكون الشركة راغبة في بيع الأنشطة غير المرغوب فيها للتصفية. قد يوافق المشتري على الحصول على الأصول وبعض الالتزامات، فمثلا، قد يوافق على السداد للدائنين، ولكنه لا يقبل الحصول على غيرها من الأصول أو الالتزامات مثل إيجار الممتلكات غير المرغوب فيها.

الضرائب وما تتضمنها

يتوقف الاختيار بين شراء أسهم الشركة أو الاكتفاء باختيار بعض أصول الشركة على الضرائب المفروضة عليها وما تتضمنه. عندما يقوم المشتري بشراء الشركة كاملةً، فإنه يحدث ما يلي:

- يتم الحصول كذلك على التخفيضات أو الإعفاءات الضريبية التي تتمتع بها الشركة.
- سيلتزم المشتري أيضًا بالالتزامات الضريبية للشركة المشتراة. ويُطلب من الشركة الموجودة كطرف بائع تقديم تعويضات عن الحد الأقصى للحجم المحتمل لتلك الالتزامات.
- يعود أي مكسب من رأس المال الخاضع للضريبة إلى حاملي الأسهم المستقلين في الشركة الموجودة كطرف بائع وليس للشركة ذاتها.

عندما يختار المشتري شراء بعض الأصول من الشركة المطروحة للبيع، فإن التزام سداد الضريبة على مكاسب رأس المال يرجع إلى الشركة المطروحة للبيع وليس لحاملي الأسهم الذين قاموا ببيعها. لذا، تبحث إدارة الشركة ما إذا كان سيتم عمل مقاصة مع مكاسب رأس المال لتقليل الالتزام الضريبي أو حتى الإعفاء منه تمامًا.

مثال

ظهرت ميزة الهيكل الضريبي الفعال عندما أجريت عملية دمج عام 1997 بين بنكين ألمانيين. أجريت الصفقة على أنها عملية مبادلة للأصول، وقد كان بوسع هذين البنكين تجنب المحاسبة الضريبية الأساسية عن مكاسب رأس المال. ولتوضيح ذلك، فإنه يجب أن تكون الأصول ذات قيمة متساوية ونوع واحد ووظيفة متماثلة، مثل عملية مبادلة الأسهم في شركتين ماليتين.

كقاعدة عامة، تحدث عملية الشراء التي تتضمن شراء الأصول والتصرف في الأنشطة التجارية المستهدفة في الحالات الآتية:

- عندما يكون النشاط المستهدف جزءًا من مؤسسة أكبر منه
- عندما تكون الصفقة غير معقدة

طريقة السداد

قد يأخذ سعر الشراء للشركة المشتراة الأشكال الآتية:

- نقد سائل
- أوراق مالية
- مزيج من النقد السائل والأوراق المالية
- الاختيار بين النقد السائل أو الأوراق المالية، وفقًا لما يقرره حاملو الأسهم في الشركة المطروحة للبيع

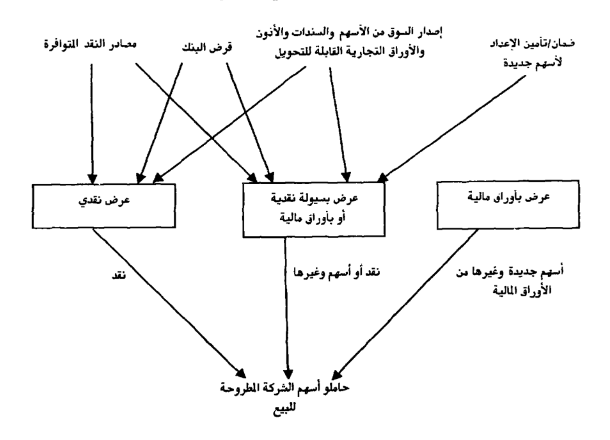
تأخذ الأوراق المالية عادةً شكل أسهم تم إصدارها حديثًا من قِبل الشركة مقدمة عرض الشراء. ولكنها قد تأخذ أيضًا شكل أسهم دائنة أو أسهم ممتازة أو أسهم قابلة للتحويل أو شهادات أسهم.

قد تتضمن العروض النقدية أسهمًا يتم سداد قيمتها من أموال المتقدم بعرض الشراء. ولتمويل عمليات شراء كبرى، يجب أن يلجأ المشتري عادةً للاقتراض من أسواق رأس المال عن طريق إصدار أذون أو سندات متوسطة الأجل أو حتى بإصدار ورقة تجارية.

وبدلاً من كل ذلك، قد تكون البنوك راغبة في أن تقدم قروضًا لتمويل ذلك النوع من عمليات الشراء.

عند الشروع في تقديم عرض أساسي بالشراء، غالبًا ما تطلب إدارة الشركة المسجلة مساعدة أو تدعيم من البنوك التي تتعامل معها أو من مستشاري البورصة أو من حاملي الأسهم. وللحصول على عرض نقدي يتم تمويله من خلال قرض من البنك أحد إصدارات سوق رأس المال من السندات أو الأسهم وغيرها، فإن السيولة النقدية لن تصبح متوفرة إلا إذا أظهر البنك رغبته في إقراض العميل أو إذا كان ممولي أو رعاة الشركة في البورصة قد أبدوا استعدادهم لمساعدة الشركة عن طريق إمدادها بإصدار جديد. قد تُطلب موافقة حامل السهم على إصدار أسهم جديدة كطريقة لسداد مقابل الشراء في عملية الاستيلاء.

طريقة السداد لعملية الشراء



العروض النقدية

عندما يكون لدى الشركة مبلغ مناسب من السيولة النقدية لسداد سعر الشراء المتفق عليه بالكامل، فإنه عادة ما تجرى عملية الاستيلاء بسرعة وبأقل تكلفة وأقل أجور للمستشارين كالمحاسبين والمحامين، حيث ينبغي أن يتم تخفيض أجورهم. علاوة على ما سبق، تضمن تلك العملية مزيدًا من السرية لإتمام الصفقة.

قد يكون هناك بعض القواعد التنظيمية – حتى بالنسبة للعروض النقدية – ولكنها تتوقف على الدولة المعنية بتلك العملية.

تمويل العرض النقدي

إذا كانت الشركة ترغب في تمويل عرض نقدي بقروض من البنك أو إذا كان هناك بعض الالتزامات الصارمة على القروض الحالية والتي من شأنها أن تمنع إجراء عمليات الشراء دون موافقة البنوك المقرضة عليها، فإنه من الممكن أن يكون الحصول على مساندة البنك في صفقة الاستيلاء بمثابة عملية شاقة ومعقدة للغاية. على أية حال، يتوقف الأمر على عدد البنوك المتصلة بالأمر والشروط الموضوعة لإجراء عملية الاستيلاء.

قد تحاول الشركة الساعية للحصول على قرض بنكي ضخم أن تحد من التأجيلات ومن عدم اقتناعها بأخذ قرض مشترك مع بنك آخر، تاركة البنك يعمل على تنظيم وتوحيد القروض بالإعداد لما يسمى بالمشاركة الفرعية أو المشاركة من الباطن في القرض من قبل بنوك أخرى.

يجب أن يكون المشتغلون بالبنوك على دراية بالقوانين الوطنية التي قد يكون لها تأثير في أمر الإقراض للمساعدة في عرضٍ الاستيلاء. في معظم الدول، يؤخذ الأمر على نحو سلبي ما إذا طلبت الشركة تمويلاً يساعدها على شراء أسهمها. افترض، مثلا، أن شركة "ألفا" ترغب في شراء شركة "بيتا" وتتفاوض للحصول على قرض من البنك لتمويل عملية الشراء. لكن، لا تستطيع شركة "ألفا" أن تقدم للبنك أيًا من أصول شركة "بيتا" كضمان للقرض، وذلك نظرًا لأن شركة "بيتا" سيتم تمويلها لشراء أسهمها. إذا

كان من المسموح لشركة "بيتا" أن تقدم أصولها كضمان، فإن مركز دائني شركة "بيتا" سيتعرض للمخاطرة.

صارت عمليات الاستيلاء التي تتضمن اقتراضًا في أسواق السندات لسداد قيمة عملية الشراء أمرًا نادرًا في السنوات القليلة الماضية. على سبيل المثال، في عام 1998، كانت هناك عملية شراء بين أحد منتجي الألومنيوم في الولايات المتحدة الأمريكية لكبرى شركات الألومنيوم في أسبانيا، وذلك مقابل 410 مليون دولار. وقد وافقت الشركة الأمريكية على استثمار 65 مليار بيزيتا (عملة أسبانيا) في أنشطة الشركة على مدار عشر سنوات. تم تمويل الصفقة جزئيًا ببيع 300 مليون دولار من الدين الممتاز الموجود لدى الشركة بلا ضمانات لمدة ثلاثين عامًا برصيد الاحتياطي النقدي لدى الشركة الأمريكية.

قد يؤدي إصدار الأسهم الجديدة التي تم إصدارها بغرض زيادة السيولة النقدية إلى تمويل العرض النقدي المقدم من المشتري. ستكون هناك حاجة كذلك إلى موافقة حامل الأسهم أو المستثمر على العرض. وسينتظر مكتب الأوراق المالية الذي يمول إصدار الأسهم من الشركة أن تعرض له أسبابًا منطقية واقتصادية لقيامها بعملية الاستيلاء.

عندما تكون الشركة صغيرة ويمتلكها عدد محدود من حاملي الأسهم، فإن تمويل عمليات الشراء من خلال طرح الأسهم مع المستثمرين الأجانب قد يكون له ميزة كبيرة بصدد اتساع قاعدة ملكية الأسهم في الشركة، مما يؤدي إلى جعل الأسهم أكثر سيولة في سوق تداول الأوراق المالية الثانوية.

أحيانًا ما يقوم الفرع التابع لشركة كبيرة باتباع طريقة سداد أو تمويل معينة لإتمام صفقة الشراء النقدية بها، عن طريق إصدار أسهم جديدة في الفرع. وقد ينشأ ذلك الموقف عندما يكون الفرع عبارة عن شركة عامة أو مساهمة مدرجة على قائمة البورصة. فإذا كانت الشركة الأم ترغب في الحد من نسبة المخاطرة داخل الفرع، فإن تلك الطريقة لتمويل عملية الشراء قد تكون الأفضل نظرًا لأن جميع الأسهم الجديدة يمكن طرحها للمستثمرين الآخرين.

مثال

أعلنت شركة "ألفا" – شركة تدار بواسطة مجموعة شركات كبرى – أعلنت عن اتفاقية لشراء إحدى الشركات المنافسة، وكان السعر المتفق عليه 300 مليون دولار.

لتمويل هذه الصفقة، أصدرت شركة "ألفا" 10 ملايين سهم جديد لتحصيل مبلغ قدره 300 مليون دولار. لن تقوم مجموعة الشركات التي تنتمي إليها شركة "ألفا" بشراء أي من الأسهم؛ ومن ثم، ثم تسقط عنها نسبة المخاطرة في شركة "ألفا".

الضمان النقدي

في الحالات التي يرغب فيها مالكو الشركة المطروحة للبيع (البائعون) الحصول على سيولة نقدية، وكانت الشركة المشترية (القائمة بالشراء) لا تستطيع تدبير المبالغ المطلوبة من مصادر النقد المتوافرة في الوقت الحالي أو بالاقتراض، فإنه يمكن حينئذ التوصل إلى اتفاق على وفقًا لما يلي:

- يقبل البائعون الأسهم في الشركة المشترية.
- يتم طرح الأسهم فورًا للمشترين الذين عادةً ما يتم اعتبارهم مستثمرين اعتباريين، ممن وافقوا على أخذ الأسهم.

يُعرف مثل هذا الإجراء باسم "إصدار البائع".

عروض أوراق مالية

في حالة عرض الأوراق المالية، يُطلب من حاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع التنازل عن ملكية أسهمهم مقابل أسهم جديدة أو أسهم دائنة تصدرها الشركة مقدمة العرض. على سبيل المثال، يمكن أن يُعرض على حاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع أسهم جديدة من الشركة مقدمة عرض الشراء في مقابل كل سهم يحمله كل منهم.

عمليات مبادلة سهم مقابل سهم

يمكن إجراء عملية دمج أو عملية استيلاء دون تبادل لمبالغ نقدية في تلك العملية. نتيجة لذلك، سيتحول مالكو الأسهم في الشركة المشتراة إلى حاملي أسهم في الشركة بعد إتمام عملية الشراء. سيلقى عرض مبادلة سهم مقابل سهم القبول من حاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع ولكن في الحالات التالية فقط:

- إذا كانوا يرغبون في تحمل مخاطرة بالأسهم في الشركة القائمة بالشراء؛ أي إذا كان المشتري ممثلا لأحد الاستثمارات الجذابة.
- إذا كانوا يتوقعون إعادة بيع الأسهم في البورصة بعد إتمام عملية الشراء والحصول على مبلغ مقابل لصفقة الشراء.
- إذا كانوا حريصين على بيع الأسهم المتاحة وكان عرض الأوراق المالية هو كل ما تيسر أمامهم.

مثال

أعلنت إحدى شركات صناعة الطائرات الكبرى في العالم في شهر ديسمبر عام 1996 عن دمجها لشركة أخرى لتصبح بذلك كبرى الشركات الرائدة في صناعة الطائرات ومعدات الطائرات الحربية في العالم، وتكون تحت الاسم التجاري للشركة الأولى. وقد عرضت الشركة الأولى أن تتم مبادلة كل سهم من أسهم الشركة الثانية مقابل 0.65 لكل سهم تملكه الشركة الثانية، وبذلك تكلفت الشركة 13.3 مليار دولار.

مخاطرة السعر

في عملية استيلاء سهم مقابل سهم، تقع على عاتق المشتري في أثناء تفاوضه بعض أوجه المخاطرة المتعلقة بالسعر، وذلك عند الاتفاق على تقييم عملية الاستيلاء. وتتمثل هذه المخاطرة في أن سعر السوق لأسهم الشركة القائمة بالشراء سينخفض في أثناء تلك الفترة. وبناءً على ذلك، ستضطر الشركة إلى عرض أو بيع المزيد من أسهمها داخل ذلك العرض.

مثال

أجريت بعض المفاوضات بين شركة "إكو" ومجموعة شركات "فوكستروت"، وذلك على أن تقوم شركة "إكو" بشراء "فوكستروت". وفي أثناء المفاوضات بينهما، توصلا إلى تقييم نهائي للشركة قدره 6 ملايين دولار؛ حيث تم الاعتماد على مبادلة سهم مقابل سهم كطريقة للشراء. وكانت شركة "فوكستروت" لديها 1 مليون سهم قد تم إصدارها وبلغت قيمة كل سهم 6 دولار في عرض الاستيلاء. سيتم تقييم أسهم شركة "إكو" بمتوسط سعر السوق في نهاية فترة التداول بالسوق في اليوم السابق لتوقيع اتفاق الشراء النهائي. قد يستغرق هذا الأمر أسبوعًا واحدًا من ذلك اليوم، علمًا بأن سعر السوق الحالي لأسهم شركة "إكو" قد بلغ 3 دولار.

التحليل

إذا ظل سعر سهم شركة "إكو" 3 دولار ولم يتغير، فإن صفقة شراء ستتضمن 2 مليون سهم (6 ملايين دولار ÷ 3 دولار لكل سهم). وعلى الرغم من ذلك، ثمة مخاطرة أن ينخفض سعر سهم شركة "إكو" قبل توقيع الصفقة. إذا ما انخفض ذلك السعر مثلا إلى 2.75 دولار، فإن شركة "إكو" ستكون بحاجة إلى إصدار مزيد من الأسهم لسداد تكاليف عملية الاستيلاء، أي أن تصدر 2,181,818 سهم (6 ملايين دولار ÷ 2.75 دولار لكل سهم) بدلا من 2 مليون سهم.

كذلك، تنشأ مخاطرة تتعلق بالسعر فيما بين الموعد الذي يتم فيه الاتفاق على تفاصيل العرض وبين الحصول على موافقة من حاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع. فخلال تلك الفترة القصيرة ولكن الحرجة – أي عندما يُطرح العرض أمام حاملي الأسهم – يحدث انخفاض في السعر، مما يزيد من مخاطرة العرض الذي قد يتم رفضه نظرًا لأن قيمة العرض بدأت في الهبوط.

مثال

أعلنت إحدى شركات الاتصالات – وهي شركة مساهمة محدودة – بالمملكة المتحدة في نوفمبر عام 1996 عن دمجها مع شركة اتصالات أمريكية. ومن ثم، سينتج عن ذلك

الدمج بين الشركتين تكوين كبرى شركات الاتصالات العالمية. تجاوز سعر الشراء لأكثر من 80% من الشركة الأمريكية – الذي قامت الشركة البريطانية بسداد قيمته – 20 مليار دولار، وهو يتكون مما يلي:

- 5.4 أسهم الشركة الجديدة بعد الدمج
- 6 دولار لكل سهم بالشركة الأمريكية، حيث تصل قيمة الأسهم حوالي 36 دولار

لكن، في يوليو عام 1997، أصدرت الشركة الأمريكية تحذيرًا عن الأرباح نتج عنه انخفاض في سعر السهم إلى 20 دولار، مما أدى إلى تقليل حجم رأس مال الشركة الأمريكية في السوق بنحو 6 مليارات دولار. وعلى الرغم من ندرة حدوث ذلك، فإن حاملي أسهم الشركة البريطانية طالبوا بإجراء مفاوضات على شروط الدمج. وفي النهاية، تم التوصل إلى النتائج التالية:

- 3.75 هي أسهم الشركة الجديدة بعد عملية الدمج
- 7.75 دولار لكل سهم بالشركة الأمريكية، فيما تبلغ قيمة الأسهم ما يقرب من 35 دولار

تفوق على عرض الشركة البريطانية عرض منافس آخر من قبل شركة "وورلد كوم" لشراء الشركة الأمريكية وذلك في أكتوبر عام 1997، وقد قامت تلك الشركة بعرض مبلغ 30 مليار دولار مقابل شراء الشركة الأمريكية من خلال عرض بالأوراق المالية. وقد كان أساس عرض شركة "وورلد كوم" حماية المستثمرين من آثار تحركات أسعار الأسهم بشركة "وورلد كوم". وبموجب ذلك العرض المبدئي، كان من المفترض أن يحصل حاملو الأسهم بالشركة الأمريكية على ما يلي:

- 1.0375 على الأقل من أسهم شركة "وورلد كوم"، إذا كان متوسط سعر السهم في شركة "وورلد كوم" خلال 20 يومًا قبل إتمام الصفقة أعلى من 40 دولار.
- ما لا يزيد عن 1.2206 من الأسهم، إذا كان سعر السهم بشركة "وورلد كوم" أقل من 34 دولار.

- إذا كان سعر السهم بشركة "وورلد كوم" يتراوح بين 34 دولار و40 دولار، فإن عدد الأسهم المختلفة التي تم إصدارها سيُقدم لحاملي الأسهم بالشركة الأمريكية بقيمة ثابتة تبلغ 41.50 دولار.

قد يكون سعر شراء السهم بالشركة سعرًا منخفضًا، وذلك عندما تم الإعلان عن عرض استيلاء ضخم، وكذلك بمجرد استكمال عملية الشراء. وقد يرجع كل ذلك إلى الشك الذي قد يراود بعض المستثمرين حول إمكانية دفع المشتري مبلغ إضافي ضخم على القيمة الحقيقية للحصول على تلك الأسهم، ولا سيما ما إذا كانت هناك عروض متنافسة على الشركة نفسها. علاوة على ذلك، قد يكون هناك شك من أن حاملي الأسهم السابقين في الشركة المطروحة للبيع ممن قبلوا ملكية أسهم في الشركة المشترية، لن يظلوا مالكين لها لفترة طويلة؛ وبالتالي، فقد يكون هناك تهديد قائم للأسهم في السوق. كذلك، قد يؤدي خطر طلبات البيع الضخمة للأسهم في سوق الأوراق المالية بالنسبة لأسهم الشركة إلى الحفاظ على السعر في مستوى معين لبعض الوقت.

عروض أخرى بالأوراق المالية

قد يعرض المشتري أسهمًا ممتازة أو سندات قروض أو أوراقًا مالية قابلة للتحويل (مثل: الأسهم الدائنة أو الأسهم الممتازة) كطريقة من طرق الشراء أو كجزء يمكن به إتمام عملية الاستيلاء. لا يُعرض على حاملي الأسهم بالشركة المشتراة عروض نقدية أو عروض بالأسهم مقابل الأسهم التي يملكونها، فيما عدا حالة امتلاك الأوراق المالية القابلة للتحويل، وذلك عندما يتم عرض أسهم المساهمين في وقت آجل بالمستقبل. سيؤثر كل من سداد حصة المساهمين والفائدة والفترة القائمة حتى تاريخ الاستحقاق وشروط التحويل على جاذبية الأوراق المالية؛ حيث لا بد من الموافقة على كل ما سبق في أثناء المناقشات التي تدور حول العرض.

يمكن عرض الأسهم الدائنة في أشكال متعددة، مثل أسهم القروض وأذون القروض. وتعد أذون القروض دينًا ذا فائدة، ولكنها غالبًا ما لا تكون بضمانات أو عقود. يعتمد ذلك الإذن على وعد تقطعه الشركة القائمة بالشراء لسداد المبلغ المتفق عليه في تاريخ آجل

في المستقبل، وذلك عند حلول تاريخ استحقاق الأذون. يعني تمويل عملية الاستيلاء من خلال عملية مبادلة أذون الأسهم الدائنة أن حاملي الأسهم بالشركة المشتراة يقومون بتمويل شراء شركتهم.

يعني قبول الأسهم الدائنة كليًا أو جزئيًا كطريقة من طرق الشراء أن البائع يرى المشتري قادرًا على الوفاء بالتزامته المالية وأنه سيقوم بالسداد عند حلول تاريخ استحقاق الدين.

تطرح الأسهم الدائنة القابلة للتحويل الفرصة لحاملي الأسهم القائمين بالبيع بالاختيار بين السداد المؤجل لأسهمهم، وذلك عند استحقاق الأسهم الدائنة، وبين تحويل أسهمهم إلى أسهم حقوق المساهمين بالشركة المشترية في تاريخ آجل في المستقبل، وبسعر ثابت للتحويل. إذا ارتفع سعر السهم بدرجة كبيرة في أثناء الفترة بين عملية الشراء وتاريخ تنفيذ حقوق التحويل، فقد يستفيد حاملو الأسهم من عمليات التحويل عن طريق تبادل الأسهم الدائنة التي يملكونها بأسهم تلك الشركة. على أسوأ التقديرات، لن يقوم حاملو الأسهم بممارسة الحقوق الخاصة بهم في التحويل، فضلا عن أنهم سيتسلمون سيولة نقدية مقابل الأسهم الدائنة عند استحقاقها.

ثمة بديل آخر لطرح الأسهم الدائنة القابلة للتحويل وهو طرح الأسهم الدائنة بشهادة أسهم مصاحبة لها. ستعطي شهادات الأسهم حامليها الحق في الاكتتاب في أسهم جديدة في الشركة المشترية في تاريخ آجل بالمستقبل بسعر ثابت. تمتاز شهادات الأسهم بنفس ميزات الأسهم الدائنة القابلة للتحويل، والتي تسمح لحامليها بالاستفادة من زيادة سعر السهم بالشركة القائمة بالشراء خلال فترة ما حتى حلول تاريخ تنفيذ تلك الشهادة. وثمة ميزة أخرى لشهادات الأسهم وهي أنها يمكن فصلها وتداولها منفصلة. وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن الحصول على قوائم سوق الأوراق المالية لشهادات الأسهم.

العروض المختلطة

يتم إجراء العروض المختلطة التي تتكون من مزيج من النقد والأوراق المالية عندما لا يملك المشتري نقدًا كافيًا للسداد مقابل عملية الشراء، بالإضافة إلى أنه يكون غير

قادرعلى تحصيل نقد سواء بـالاقتراض أم بإصدار أسـهم جديـدة أو لا يرغـب في زيـادة السيولة النقدية بالاقتراض أو بإصدار أسهم جديدة. ولذلك، فإن العـرض المخـتلط عبـارة عن طريقة للشراء يستطيع فيها المشتري السداد أو يقبل القيام بسداد ما عليـه. وفي إطـار عملية الاستيلاء على شركة صغيرة عندما يظل المديرون المالكون مديرين بعد إتمام عملية الشراء، فيمكن للمشترين أن يطلبوا من البائعين الاستفادة من جزء من تلك الأسهم الـتي تم إصدارها وشراء بعضها، وكذلك ملكيتها لعدد مـن السـنوات. وقـد تكـون تلـك إشـارة رمزية لمساندة المجموعة الجديدة والالتزام بقوانينها.

ثمة مخاطرة تتعلـق بـالعروض المختلطـة الـتي تتكـون مـن عـروض النقـد وعـروض الأوراق الماليـة، مثلـها في ذلـك مثـل جميـع عـروض الأوراق الماليـة؛ حيـث يمكـن أن ينخفض سعر السـهم أمام المشتري، مما يقلل من قيمـة العـرض ويجعـل قبـول حـاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع احتمالاً ضعيفًا.

بدائل الشراء بالأوراق المالية أو بالسيولة النقدية

يمكن طرح عرض بإعطاء حاملي الأسهم بالشركة المطروحـة للبيـع الفرصـة للاختيـار بين قبول السيولة النقدية أو قبول أسهم الشركة المشترية. قد يكون عرض الأوراق المالية الذي يتم استبداله بالسيولة النقدية عرضًا أكثر جاذبيـة للبـائعين، نظـرًا لأن الاختيـار الذي يعطيه سيعمل على تحسين احتمال قبول العرض.

الضمان

عندما تتضمن طريقة السداد لعملية الشراء بديلا نقديًا، فإن المشتري لن يعرف عـدد الأسهم التي سيتم قبولها من قِبل حاملي الأسـهم بالشركة المطروحة للبيع. وعدد حاملي الأسهم ممن يفضلون الحصول على السيولة النقدية. قـد تقـوم الشـركة بالإعـداد لإصـدار أسهم جديدة – على أن يتم ضمانها – وذلك حتى حد أقصى من عدد الأسهم. سيتم طـرح الأسهم الجديدة للضامنين لزيادة الأموال التي يتم الحصـول عليهـا، لدرجـة أن حـاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع سيتجهون للدفع نقدًا.

تحديد طريقة السداد في عملية الشراء

من خلال التفاوض في أحد العرض بشكل ودي، سوف تشير الإدارة بالشركة المطروحة للبيع – أو حاملو الأسهم بتلك الشركة – إلى الكيفية التي تريد بها السداد في عملية الشراء: سواء بالسيولة النقدية أم بالأوراق المالية أم بمزيج من السيولة النقدية والأوراق المالية. عادةً ما يؤثر ذلك الاختيار على عرض المشتري. أما إذا كان العرض مجحفًا أي أنه يُخفض من قيمة الشركة، فإنه يجب على المشتري أن يعرض كلا من السعر وطريقة السداد التي من المتوقع أن يقبلها حاملو الأسهم بالشركة المطروحة للبيع، على الرغم من معارضة مجلس إدارة الشركة.

قد يتأثر اختيار طريقة السداد في عملية الشراء بعدد من العوامل التي تدفع المشتري لعرض السداد نقدًا أو تدفع البائع لقبول السداد عن طريق الأوراق المالية، وقد يتضمن ذلك ما يلي:

- المبلغ الإضافي على العرض
- سيولة/رواج أسهم الشركة المشترية
- الحاجة إلى السرعة والسرية
- الاعتبارات الفردية فيما يتعلق بالضرائب
- الشئون القانونية والتنظيمية
- ظروف السوق
- حجم المنافسة من جانب المتقدمين بعروض منافسة لشراء الشركة

كقاعدة عامة، إذا لم تتقبل السوق الأوراق المالية التي تصدرها الشركة، فإنه سيصعب على الشركة تمويل عملية الاستيلاء عن طريق إصدار أوراق مالية جديدة.

المبلغ الإضافي على عملية الشراء

إذا كان المشتري مستعدًا للسداد بسعر أعلى مما كان سيدفعه في حالة السداد النقدي أو إذا كان المشتري سيدفع مبلغًا إضافيًا أعلى لعملية الشراء، فإنه قد يحاول الإصرار

على عرض الأوراق المالية أو السداد عن طريق العرض المختلط المتضمن مزيج من السيولة النقدية والأوراق المالية. قد يكون حاملو الأسهم بالشركة المطروحة للبيع راغبين في قبول عرض الأوراق المالية للحصول على سعر أفضل.

السيولة/رواج أسهم المشتري في السوق

إذا كانت أسهم الشركة مقدمة عرض الشراء أسهمًا سائلة، بمعنى أنه يمكن تداولها بسهولة داخل البورصة، فإن حاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع في تلك الحالة قد تزيد رغبتهم في قبول عرض الأوراق المالية أكثر من قبولهم الأسهم غير السائلة في الشركة مقدمة عرض الشراء. يمكن أن تباع الأسهم السائلة بسهولة مقابل مبالغ نقدية، في حين أن الأسهم غير السائلة يصعب بيعها. يتساوى عرض السداد بالأوراق المالية لأسهم سائلة مع عرض السداد النقدي، غير أنه ثمة مخاطرة تتعلق بالسعر تتمثل في احتمال انخفاض سعر الأسهم قبل أن يتم بيعها.

عندما لا يكون لأسهم الشركة المشترية محلاً في قائمة البورصة - وبالتالي، فهي ليست سائلة - فإن البائع عادة ما يرغب في أن يتم السداد له نقدًا. فمثلاً، عادة ما يتم السداد نقدًا في عمليات الشراء بالمملكة المتحدة من قِبل فروع لشركات أمريكية أو يابانية.

السرعة والسرية

إذا كانت الشركة مقدمة عرض الشراء ترغب في مواصلة عملية الشراء بسرعة مع المحافظة على السرية قدر المستطاع، فإنها قد تقرر أن تعرض السداد نقدًا؛ حيث تحصل على السيولة النقدية من مصادر نقدية قائمة أو من خلال تسهيلات الاقتراض البنكي. يبتعد العرض النقدي من المصادر النقدية القائمة عن الحاجة إلى البحث عن تمويل جديد أو الحصول على موافقة حامل السهم لإصدار أسهم جديدة.

الضرائب

قد تؤدي قواعد الضريبة المفروضة على مكاسب رأس المال إلى جعل أحد عروض الأسهم أكثر جاذبية لحاملي الأسهم في الشركة المطروحة للبيع. فإذا ما كانوا يبيعون



أسهمهم بسعر أعلى من السعر الأصلي الذي تم الشراء به، فإنه سيكون هناك مكسب على رأس المال يستحق سداد الضريبة عنه. في المملكة المتحدة، تستحق الضريبة على مكسب رأس المال في عام البيع عندما تكون طريقة السداد بالسيولة نقدية. ومع ذلك، عند قبول عرض الأسهم، يمكن للبائعين اعتماد ضرائب رأس المال التي أصبحت مستحقة السداد، ولكن ذلك في حالة ما إذا بيعت الأسهم فقط.

قد تكون الأسهم الدائنة القابلة للتحويل أكثر جاذبية للبائعين لأسباب متعلقة بالضرائب، نظرًا لأنه من الممكن تحويل الأسهم إلى شرائح للاستفادة من بعض الإعفاءات الضريبية السنوية وللحد من المبلغ الإجمالي الذي يتم سداده للضرائب.

الشئون القانونية والتنظيمية

تختلف الشئون القانونية والتنظيمية من دولة لأخرى، والتي من شأنها أن تؤثر على طريقة السداد عند الشراء.

ظروف السوق

إذا كانت هناك بعض المجادلات الاقتصادية الساخنة حول عملية استيلاء معينة، فإنه ينبغي على الشركة مقدمة عرض الشراء أن تكون قادرة على إصدار أسهم أو أوراق مالية أخرى لزيادة السيولة النقدية التي يتم الحصول عليها بحيث تكون كافية للسداد بالطريقة المتفق عليها. قد تؤثر الظروف في الأسواق على السعر الذي يمكن به إصدار أسهم أو سندات جديدة. قد يكون ثمة تأثير لبعض الشكوك التي تدور حول التوقعات الاقتصادية العامة ومعدلات الفائدة المرتفعة أو نقص السيولة النقدية بين المستثمرين على تكلفة الأموال. وإذا كانت تكلفة الأموال قليلة نسبيًا، وكان المستثمرون واثقين من توقعات النشاط الاقتصادي، قد يكون المشتري أكثر قدرة على التفكير في العروض النقدية المقدمة لعمليات الاستيلاء والتي يتم تمويلها بإصدارات الأسهم أو السندات.

المنافسة وعروض الشراء من المنافسين

عندما تتنافس شركتان أو أكثر للحصول على شركة مطروحة للبيع، فإن كل شركة من هذه الشركات ستحاول زيادة السعر في العرض الذي تقدمه، في محاولة منها للوصول إلى أعلى سعر تتقدم به على منافسها. وثمة طريقتان لجعل العرض أكثر جاذبية من العرض الآخر:

- عرض مقدار من السيولة النقدية بدلا من الأوراق المالية
- عرض سعر أعلى ولكن في صورة أوراق مالية

مثال

بعد أن تقدمت إحدى شركات الكمبيوتر بعرض أوراق مالية فقط تبلغ قيمته 41.50 دولار لكل سهم مقابل شراء إحدى الشركات الأمريكية، ظهر عرض منافس من مشتري آخر وذلك في شهر أكتوبر عام 1997. قد عرضت تلك الشركة المنافسة عرضًا أقل قيمته 40 دولار لكل سهم؛ حيث إنها ستقوم بسداد المبلغ كاملا في صورة نقدية للشركة الأمريكية، وذلك ما إذا فرضنا أن حاملي الأسهم بالشركة الأمريكية المطروحة للبيع يفضلون البيع نقدًا أكثر من عرض الأوراق المالية السابق عليه.

تحديد طرق التمويل

يعبر تمويل عملية الشراء نقدًا أو بإصدار أسهم جديدة أو سندات أو أوراق مالية قابلة للتحويل أو من خلال اقتراض بنكي عن الكثير من الدلالات المؤثرة على الوضع الاقتصادي للشركة مقدمة عرض الشراء بعد عملية الاستيلاء. وفيما يلي أمران متعلقان بالتمويل هما الأكثر تأثيرًا على عملية الاستيلاء:

- أرباح كل سهم
- الفعالية المالية

علاوةً على ذلك، ينبغي أن تفكر الشركة في الآثار المترتبة على الأرباح وعلى الفعالية المالية إثر أية زيادة في التمويل قامت الشركة بالتخطيط لها من قبل.

قد يكون هناك بعض الأمور المتعلقة بإصدار التقارير المالية التي ينبغي النظر إليها، والتي ستتم مناقشتها في الفصل التاسع.

أرباح كل سهم

سيكون لعملية الشراء أثر على أرباح كل سهم بالشركة المشترية. بفرض أن الدخل السنوي قبل حساب الفائدة والضرائب بالشركة المشترية وكذلك في الشركة المشتراة سيكونان متساويان قبل وبعد إتمام عملية الشراء، فإن الموقف سيتمثل في واحدة من النقطتين التاليتين:

- زيادة الأرباح (أي ستزداد الأرباح على كل سهم)
- انخفاض الأرباح (أي ستنخفض الأرباح على كل سهم)

ستحدث بعض الزيادة أو الانخفاض في الأرباح إثر التقدم بعروض إما نقدية وإما بالأوراق المالية. وفي حالة الشركة الراغبة في تمويل عملية الاستيلاء عن طريق إصدار أسهم مقابل سيولة نقدية، سيكون المستثمرون أكثر رغبة في تدعيم عملية الاستيلاء التي سيترتب عليها زيادة في الأرباح. وكذلك، سيكون أولئك المستثمرون بحاجة إلى أن يقتنعوا بأن انخفاض الأرباح في عملية الاستيلاء سيكون أمرًا مفيدًا لهم على المدى البعيد.

زيادة الأرباح

تنتج زيادة الأرباح في عدة حالات مثل الآتي ذكرها:

- عندما يتم تمويل عملية الشراء من المصادر النقدية القائمة تزيد أرباح الشركة المشتراة عن قيمة الفائدة مستحقة التحصيل من السيولة النقدية التي يتم استثمارها
- عندما يتم تمويل عملية الشراء عن طريق إصدار أسهم دائنة ويكون السعر الذي يتم الحصول عليه مقابل أسهم الشركة المطروحة للبيع عند نسبة أرباح أقل من معدل سعر السهم للربح في الشركة المشترية

- عندما يتم تمويل عملية الشراء عن طريق الاقتراض أو بإصدار أسهم دائنة وكانت أرباح الشركة المشتراة تزيد عن تكلفة الفائدة عند التمويل

كذلك، قد تزداد الأرباح على الأسهم عندما تزداد الأرباح الناتجة عن عملية الاستيلاء من خلال أشكال التعاون المختلفة، مثل الاقتصاد في التكاليف.

مثال

شركة عامة ترغب في شراء مجموعة شركات خاصة، وبلغت قيمة الشراء 10 ملايين سهم في الشركة العامة. بلغت الأرباح السنوية في الشركة الخاصة بعد حساب أرباح الأسهم 3 ملايين دولار.

قبل إتمام عملية الشراء، كانت الشركة العامة قد أصدرت 200 مليون سهم، وبلغت الأرباح السنوية لتلك الشركة قبل الضرائب 40 مليون دولار؛ ومن ثم، قُدرت قيمة الأرباح عن كل سهم بمبلغ 0.20 دولار ($40,000,000 ÷ 200,000,000). وكان سعر السهم بالشركة العامة وقت الشراء 3 دولار. بالتالي، كان معدل سعر السهم للربح في أسهم الشركة العامة 15 ($3 ÷ $0.20).

التحليل

بلغت قيمة مجموعة الشركات الخاصة في وقت عملية الشراء 30 مليون دولار (10 ملايين سهم للشركة العامة كطريقة لسداد قيمة عملية الشراء بسعر 3 دولار لكل سهم). بلغت أرباح الشركة الخاصة 3 ملايين دولار. وبالتالي، كان يتم تقييم الشركة الخاصة بعشرة أضعاف قيمة الأرباح بها. وعلى ذلك، تصبح القيمة الناتجة هي معدل سعر السهم للربح بين قيمة 30 مليون دولار والأرباح السنوية البالغة 3 ملايين دولار.

إذا كان معدل سعر السهم لأرباح الشركة العامة 15 – وهو المعدل الأعلى – فإن ذلك يعني أنه إذا كان الحصول على الشركة العامة سينتج عنه أن تكون قيمة الأرباح مجتمعة قبل عملية الشراء لكل من الشركة العامة ومجموعة الشركات الخاصة متساوية

– أي أنه لن تكون هناك زيادة أرباح ناتجة عن التعاون بين الشركتين – فسوف تكون هناك زيادة في أرباح الشركة العامة نتيجة إتمام عملية الشراء كما سبق وأوضحنا.

	الشركة العامة قبل عملية الشراء	الشركة العامة بعد عملية الشراء
الأرباح السنوية	40 مليون دولار	43 مليون دولار
عدد الأسهم	200 مليون	210 مليون
الأرباح لكل سهم	0.20 دولار	0.205 دولار

ثمة زيادة في أرباح الأسهم قدرها 2.5%؛ أي من 0.20 دولار لكل سهم إلى 0.205 دولار لكل سهم.

إذا ظل سعر السهم بالشركة العامة هو أضعاف نسبة السعر/الأرباح البالغة 15، فإن سعر السهم سيزداد بمقدار 2.5% إلى 3.075 دولار (15×$0.205).

انخفاض أرباح الأسهم

يحدث انخفاض في أرباح الأسهم في الحالات المضادة لزيادة أرباح الأسهم وهي كالتالي:

- عندما يتم تمويل الشراء من مصادر نقدية قائمة، ويكون دخل الشركة المشتراة أقل من الفائدة التي يتم الحصول عليها من استثمار السيولة النقدية.
- عندما يتم تمويل عملية الشراء بإصدار أسهم ويتم تقييم أسهم الشركة المطروحة للبيع بمعدل سعر/أرباح أعلى من أسهم الشركة المشترية.
- عندما يتم تمويل عملية الشراء عن طريق إصدار أوراق مالية أكثر من الأسهم وتكون أرباح الشركة المشتراة أقل من الفائدة أو تكاليف حصص الأرباح على تلك الورقة المالية الجديدة.
- عندما تؤدي بعض صعوبات التشغيل بعد عملية الشراء إلى انخفاض الأرباح في أيٍ من الشركتين.

انخفاض الأرباح وسعر السهم

إذا كان من المتوقع أن تنخفض الأرباح نتيجة لعملية الشراء، فإنه من المحتمل أن ينخفض سعر سهم الشركة. قد يكون من المتوقع أن يؤدي انخفاض الأرباح بنسبة 5%، مثلا، والتي قد تؤدي بدورها إلى حدوث انخفاض في سعر السهم بنسبة ما يقرب من 5% وربما أكثر في بعض الحالات.

إذا أصدرت شركة ما أسهمًا جديدة لتمويل إحدى عمليات الشراء، سيكون سعر الاكتتاب أقل من سعر السوق الحالي. ويعد ذلك من الأمور الضرورية لكسب تدعيم المستثمر لطرح الأسهم أو إصدار حقوق أفضلية للمساهمين. من الممكن أن يمثل إصدار الأسهم الجديدة بقيمة مخفضة بالنسبة لقيمة السوق الحالية انخفاضًا في أرباح الأسهم.

مثال

تملك شركة "ليو" أسهمًا تبلغ 25 مليون سهم بسعر 4.30 دولار لكل سهم. ومن ثم، فإن حساب رأس مال الشركة في السوق بلغ 107.5 مليون دولار (25,000,000×$4,30). وكان صافي الدخل في العام السابق بعد حساب الضرائب 10.75 ملايين دولار، بحيث تم تقييم الشركة بمعدل تاريخي لسعر سهم/ربح والبالغ 10.

كانت شركة "ليو" قد قامت بشراء 100% من أسهم رأس المال بشركة "أوسكار" مقابل 7,8 ملايين دولار. وقد تم سداد مقابل الشراء كاملاً بصورة نقدية، حيث قامت شركة "ليو" بجمع مبلغ السداد عن طريق إصدار 2 مليون سهم جديد بسعر 3.90 دولار لكل سهم. وقد بلغ آخر صافي للأرباح في تقرير شركة "أوسكار" بعد حساب الضرائب 0.78 مليون دولار؛ بحيث تم تقييم الشركة على أساس المعدل التاريخي نفسه لسعر السهم/الربح والبالغ 10.

التحليل

نظرًا لأن شركتي "ليو" و"أوسكار" قد تم تقييمهما على أساس المعدل التاريخي نفسه لسعر السهم/الربح البالغ 10، فإنه ينبغي ألا يكون هناك انخفاض في أرباح شركة "ليو"

نتيجة إتمام عملية الشراء. ومع ذلك، فعند إصدار أسهم جديدة بقيمة مخفضة بالنسبة لسعر السوق الحالي، فإنه من المتوقع أن يحدث بعض انخفاض في الأرباح. علاوة على ذلك، قد يكون هناك انخفاض مصاحب لكل ذلك في سعر أسهم شركة "ليو".

	شركة "ليو" قبل عملية الشراء	شركة "ليو" بعد عملية الشراء
الأرباح السنوية	10.75 مليون دولار	11.53 مليون دولار (0.78 + 10.75)
عدد الأسهم	25 مليون	27 مليون
أرباح كل سهم	0.43 دولار	0.427 دولار

سيكون هناك انخفاض في الأرباح على كل سهم بما يقرب من 0.7%؛ أي من 0.43 دولار إلى 0.427 دولار.

نظرًا لأنه قد تم إصدار 2 مليون سهم بسعر 3.90 دولار، أي 9.3% أقل من السعر الحالي للسوق البالغ 4.30 دولار، فإنه من المحتمل أن يكون هناك انخفاض في سعر أسهم شركة "ليو" بعد الإصدار. ومع ذلك، فإن السعر الفعلي بعد عملية الشراء سيتوقف على استقبال السوق لتوقعات الشركة بعد إجراء عملية الاستيلاء.

الأرباح وتعاون ما بعد عملية الشراء

قد يتوقع المرء انخفاض الأرباح بمجرد أن تعرض الشركة المشترية سعرًا أعلى للحصول على شركة مطروحة للبيع. وقد يعمل الاقتصاد في التكلفة أو غير ذلك من أرباح النمو الناتجة عن تعاون ما بعد عملية الشراء على موازنة ذلك. ومن ثم، فإنه يمكن الحد من انخفاض أرباح الأسهم - أو يمكن منعها تمامًا - عن طريق الترشيد بعد إجراء عملية الشراء. عادة ما تقوم الشركة المشترية بعمل تخفيض كبير في التكلفة بعد عملية الشراء رغبة منها في تحسين الأرباح.

مثال

تملك شركة "روميو" 50 مليون سهم بسعر 4 دولار لكل منها. وكان أحدث صافي ربح يُقدر بمبلغ 0.50 دولار لكل سهم (أي بمبلغ إجمالي قدره 25 مليون دولار). وكانت نسبة سعر السهم/الربح بشركة "روميو" 8 ($4 ÷ $0.50).

بلغ صافي أرباح شركة "فيكتور" – شركة محدودة – 6 ملايين دولار. قامت شركة "روميو" بشراء شركة "فيكتور" مقابل 72 مليون دولار، بعد أن تم تقييم الشركة بنسبة سعر السهم/الربح والبالغة 12 ($72,000,000 ÷ $6,000,000). وقد بلغت قيمة عملية الشراء 18 مليون سهم بشركة "روميو". من المتوقع أن مظاهر التعاون بعد عملية الشراء ستؤدي إلى الحد من التكاليف كما ستؤدي إلى زيادة الأرباح السنوية بمقدار 4 ملايين دولار.

التحليل

	شركة "روميو" قبل عملية الشراء	شركة "روميو" بعد عملية الشراء، مع عدم وجود أي مظاهر للتعاون	شركة "روميو" بعد عملية الشراء
الأرباح السنوية	القيمة بالمليون دولار	القيمة بالمليون دولار	القيمة بالمليون دولار
قبل عملية الشراء	25	25	25
من شركة "فيكتور"	–	6	6
من التعاون بين الشركتين	–	–	4
الأرباح الإجمالية	25	3	35
الأسهم	50 مليون	68 مليون	68 مليون
الأرباح لكل سهم	0.50 دولار	0.456 دولار	0.515 دولار

ستؤدي عملية الشراء إلى خفض أرباح شركة "روميو" دون التعاون بين الشركتين نظرًا لأن شركة "فيكتور" قد تم شراؤها بنسبة سعر سهم/ربح مرتفعة. مع ذلك، فإن

الاقتصاد في التكلفة قد يؤدي إلى زيادة أرباح كل سهم بشركة "روميو". وينبغي أن تستفيد شركة "روميو" من زيادة الأرباح؛ حيث ستزداد أرباح كل سهم بنحو 3%؛ أي من 0.50 دولار إلى 0.515 دولار.

عمليات الشراء والفعالية المالية

تعني الفعالية المالية نسبة الدين إلى الأسهم، والتي يتم التعبير عنها بالنسبة المئوية في هيكل تمويل الشركة. وترتبط الفعالية المرتفعة بالمخاطرة المالية الكبيرة والتي ترجع إلى سببين هما:

- ثمة احتمال مخاطرة ائتمانية كبرى تتحملها الشركة مرتفعة الفعالية المالية، نظرًا لأنها قد تكون غير قادرة على سداد ديونها أو فوائد الديون عن طريق الجدولة.
- بوجه عام، تشهد الأرباح السنوية لحاملي الأسهم تقلبًا كبيرًا كلما ازدادت الفعالية المالية.

علاوة على ما سبق، قد تجد الشركة المثقلة بالديون أن قدرتها على تحصيل التمويل اللازم لها أصبحت محدودة. وعادة ما تقوم الشركة بالتعليق على مستوى الفعالية المالية بعد إتمام عملية الشراء لكي تطمأن المستثمرين.

عندما يكون لدى الشركة مستوى منخفض من صافي الأصول (الأصول ناقص الالتزامات) وتحتاج لزيادة تحصيل التمويل لتتمكن من السداد في عملية الشراء نقدًا، فإنها ستحاول زيادة التمويل عن طريق إصدار أسهم بدلاً من الاقتراض. وثمة سببان لذلك هما:

- الحفاظ على مستوى الفعالية المالية منخفضًا
- تقوية الميزانية لأسباب تتعلق بالتقارير المالية

عندما يتم شراء شركة عن طريق إجراء عملية استيلاء، فإن سعر الشراء عادةً ما يكون أعلى من قيمة صافي الأصول بتلك الشركة. ويؤدي ذلك إلى اكتساب سمعة تجارية عند تنفيذ عملية الشراء. فمثلا، إذا كانت شركة "ألفا" ستشتري شركة "بيتا" المحدودة

مقابل 10 ملايين دولار وكانت قيمة صافي أصول شركة "بيتا" 6 ملايين دولار، فإنه سيكون هناك 4 ملايين دولار في مقابل السمعة التجارية عند الشراء. يجب أن تؤخذ السمعة التجارية في الحسبان عند شراء الشركة. ففي المثال السابق، لا بد وأن تضع شركة "ألفا" مبلغ 4 ملايين دولار في مقابل السمعة التجارية عند شراء شركة "بيتا".

في بعض الدول في وقت سابق، كانت ثمة إمكانية لإلغاء السمعة التجارية في مقابل الاحتياطيات الموحدة لشركات المجموعة. وبوجه عام، تُعامل السمعة التجارية كأصل من الأصول الثابتة المعنوية غير المنظورة والتي يتم استهلاكها على مدار المدة المقدرة لتلك الأصول بالشركة.

قد تتجنب بعض الشركات تمويل عمليات الشراء عن طريق الاقتراض وتفضل تقديم العرض الخاص بها بأسهم أو بسيولة نقدية من مصادرها القائمة. وبالتالي، تُقيد حركة النمو من خلال عملية الشراء بالمصادر النقدية للشركة، وتعد أية سياسة شراء جزءًا من النمو المدروس. قد تكون لتلك الشركات سياسة تتعلق بتراكم مصادر السيولة النقدية لتساعدها في الاستفادة من أية فرصة تظهر أمامها.

قد تستغل بعض الشركات الاقتراض على نحو جزئي لتمويل عملية الشراء، غير أنها في الوقت ذاته، تحاول الحد من الاقتراض كي تحافظ على مستوى الفعالية المالية على نحو مقبول.

إجراءات إعادة التمويل بعد إتمام عملية الشراء

تتمثل إحدى المشكلات المواجهة للشركة المقدمة لعرض الشراء داخل عملية الاستيلاء في عدم التأكد من عدد العروض المقبولة من حاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع. فبدون معرفة حجم التمويل المطلوب على وجه الدقة، قد يصعب جمع أكثر هياكل التمويل الملائمة لعملية شراء كهذه.

ثمة حل قد يبدو مناسبًا في تلك الحالة، وهو أن يتم التمويل عن طريق السداد نقدًا أو عن طريق الاقتراضات المؤقتة[1] وعندما تكتمل عملية الشراء وتتم معرفة الحجم الدقيق للتمويل، فإنه يمكن القيام بإعادة التمويل وذلك من خلال قرض بنكي طويل الأجل أو عن طريق إصدار سندات، وكذا استخدام بعض الأموال لسداد التمويل المؤقت.

هيكلة عملية الدمج

قد تتسم عمليات الدمج بأنها ذات هياكل معقدة نسبيًا. لذا، فإنه لا بد من عقد اتفاقية حول هيكل الشركة أو المنشأة وهيكل امتلاك الأسهم داخل المنشأة. وقد تتنوع الإجراءات كثيرًا؛ حيث تشمل عمليات الدمج نشأة شركة أو أكثر في أغلب الأحيان.

مثال (١)

تقدمت الشركة (أ) بعرض للدمج مع الشركة (ب) في عام 1997، وكانت جادة في طلبها ومستعدة لإجراء عملية شراء. وفي تلك الحالة، تقدمت الشركة (أ) بطلب شراء جميع أسهم الشركة (ب) وتوحيد أنشطة الشركتين داخل مجموعة واحدة – شركة بريطانية جديدة – شريطة أن يكون للشركتين (أ) و(ب) مدير مشترك بالنسبة للشركة المدمجة. وبموجب العرض الأصلي، كان سيمتلك حاملو الأسهم بالشركة (ب) 33% من أسهم الشركة المدمجة. ولكن بموجب العرض الأخير، ستكون حصتهم 25% من الأسهم.

مثال (٢)

في عام 1998، أعلنت شركتا الطباعة "وولترز كلوير" و"رييد إلسيفر" عن رغبتهما في إجراء عملية دمج بينهما. وكان قد تم الاتفاق على جعل تلك الصفقة كعملية مبادلة للأسهم، بحيث تقوم شركة "رييد إلسيفر" بمبادلة 7.85 من أسهم مع شريكتها الدانماركية "إلسيفر إن في" في مقابل أسهم شركة "وولترز كلوير".

---

(١) نوع من القروض قصيرة الأجل التي تساعد على تحسين الأوضاع إلى أن يتم التوصل إلى حل آخر أكثر استقرارًا.



على هذا، أصبحت شركة "رييد إلسيفر" ملكًا مشتركًا بين شركة "رييد" الدولية البريطانية وشركة "إلسيفر إن في" الدانماركية. بعد إجراء عملية الدمج بين الشركتين، تم الاتفاق على أن يمتلك حاملو أسهم شركة "رييد" 38.3% من حجم الأسهم، في حين يمتلك حاملو أسهم شركة "إلسيفر" 34.2% ويمتلك حاملو أسهم شركة "وولتر كلوير" 27.5%.

لكن، أُلغيت تلك الصفقة بسبب ضوابط الاتحاد الأوروبي المتعلقة بعمليات الدمج.

الفصل السادس

ضوابط عمليات دمج وشراء الشركات

تخضع عمليات الدمج والاستيلاء – لا سيما تلك التي تتضمن بعض الشركات العامة الكبرى – لعدد من الضوابط واللوائح التي يتم فرضها. وتختلف تلك الضوابط من دولة لأخرى ولكن معظمها تشمل الضوابط التالية:

- فرض الكثير من القيود على عمليات الدمج والاستيلاء التي قد تؤدي إلى وجود احتكار بالسوق
- الحيلولة دون إجراء عمليات شراء لشركات الصناعات الأساسية، أو ربما الحد من ذلك
- السيطرة على الطريقة التي يتم بها عرض عمليات الشراء أو الاستيلاء والإجراءات المتخذة عند تنفيذها

العلاقة بين مظاهر الاحتكار والمصلحة العامة

ثمة العديد من الدول التي تفرض كثيرًا من القيود على مظاهر الاحتكار أو الاتحادات التجارية التي من شأنها أن تتعارض مع المصلحة العامة. ويشير المعنى الدقيق لمصطلح الاحتكار إلى أن تصبح شركة ما الممول الوحيد لسوق بعينها. ومع ذلك، ولأسباب عملية، تخضع عمليات الدمج والشراء المقدمة للبحث والاستقصاء إذا كانت ستعطي الشركة مقدمة العرض مركزًا تجاريًا مسيطرًا في السوق.

قد يتم منع إجراء إحدى عمليات الدمج أو الشراء نظرًا لأنه تم اعتبارها ضد المصلحة العامة لسبب من الأسباب التالية:

- تقليل حجم المنافسة في السوق
- رفع الأسعار في السوق (في كل الاحتمالات)
- الحد من مصادر أو منافذ التمويل
- تقليل حجم المنافسة في التصدير
- تقليل من كفاءة السوق

موقف الولايات المتحدة من الاحتكار

يرجع تاريخ المواقف القوية التي تتخذها الحكومة ضد مظاهر الاحتكار إلى قيام الحكومة بعرقلة أنشطة الاحتكار في أوائل القرن العشرين وذلك عندما انقسمت الشركات الضخمة مثل شركة " ستاندرد أويل" للبترول إلى عدد من الشركات الصغيرة.

أصدرت الحكومة الأمريكية أحد القوانين المحاربة للاحتكار وهو قانون "هارت سكوت رودينو" في عام 1976. وبناءً على ذلك، كان لزامًا على الشركة الراغبة في شراء أكثر من 15% أو أكثر من 15 مليون دولار من أسهم الشركة التي تعطي لحاملها حق التصويت أن تقوم بإبلاغ لجنة التجارة الفيدرالية – وهي الإدارة المختصة بشئون محاربة الاحتكار والتابعة لوزارة العدل الأمريكية – عن أية حالات احتكار تحدث. ومن ثم، فإن الحكومة الفيدرالية سيكون أمامها 30 يومًا تقوم خلالها بالاعتراض على إتمام عملية شراء الأسهم.

قامت العديد من الدول والحكومات بسن القوانين والتشريعات فيما يتعلق بالاتحادات التجارية الموجودة داخلها، والتي تهدف إلى جعل إجراء عمليات دمج وشراء الشركات أكثر صعوبة، ولا سيما تلك التي تمتاز بنسبة فعالية مالية كبيرة.

مثال

عندما قامت شركة "تكساس يوتليتيز" بتقديم عرض لشراء مجموعة شركات بريطانية في مجال الطاقة — وهي شركات مساهمة محدودة. وكان من المطلوب بموجب قانون تلك الدولة الحصول على موافقة رسمية من لجنة المرافق العامة باستثمار ما يزيد عن 30% من رأس مال تلك الشركة بالخارج.

ضوابط الولايات المتحدة

يتم التحكم في نشاط عمليات الاستيلاء في الولايات المتحدة عن طريق أحد القوانين المتخصصة في هذا المجال، كانت قد أصدرته الولايات المتحدة على المستوى الفيدرالي عام 1968 والذي من شأنه التحكم في تنفيذ تلك العملية من عروض المناقصات. علاوة على

ذلك، تنطبق القواعد التي تتسم بالكثير من التنوع على عمليات الاستيلاء في الدول، كل على حسب الضوابط والقوانين التي تحكم تلك الدول.

ضوابط المملكة المتحدة

أما في المملكة المتحدة، تتم إحالة عروض الدمج والاستيلاء إلى لجنة المنافسات للتحقيق في أمرها، ولتحديد ما إذا كانت ستضر بالمصلحة العامة أم لا. ويقوم بعمل تلك لإحالات الوزير المفوض من الحكومة والمسئول عن ذلك – وهو وزير الدولة لشئون التجارة والصناعة – بتوصية من مكتب التجارة العادلة أو المشروعة. ويمكن أن تتم تزكية تلك الإحالات إلى لجنة المنافسات في الحالات الآتية:

- إذا كانت عملية الشراء ستؤدي إلى أن تمتلك الشركة أسهمًا في السوق البريطانية قدرها 25% أو أكثر
- إذا كانت قيمة عملية الشراء تزيد عن قيمة معينة (70 مليون إسترليني)
- إذا كان هناك عملية شراء لإحدى دور الصحف أو دمج لشركتين أو أكثر من شركات المياه الكبرى

قد تفشل المفاوضات التي تجرى حول عملية استيلاء ممكنة في حالة أن تصبح الإحالة إلى لجنة المنافسات محتملة. تؤدي الإحالة إلى لجنة المنافسات إلى تجميد عرض الاستيلاء حتى يكتمل تحقيق اللجنة بشأن العملية. وقد يؤدي كل ذلك إلى التأجيل لمدة ستة أشهر أو أكثر، وهي الفترة الذي قد تشهد بعض التغيرات الاقتصادية. ولذلك، تسمح قوانين عمليات الاستيلاء في المملكة المتحدة للمشتري بالانسحاب أو مراجعة العرض الذي تقدم به ما إذا تم تنفيذ تلك الإحالة.

يسمح قانون المملكة المتحدة بإجراء التفاوض حول تجنب الإحالة إلى لجنة المنافسات. فقد يقوم مكتب التجارة العادلة أو المشروعة بالتفاوض حول إجراءات التنفيذ مع أطراف عمليتي الدمج أو الاستيلاء والتوصل إلى موافقة من أولئك الأطراف على التخلص من أجزاء النشاط التي تتعارض وبعض الاعتبارات التنافسية. وقد ورد نص ذلك الأمر في أحد البنود التي تضمنتها مادة 147 من قانون الشركات لعام 1989، والتي

أضفت تعديلاً على قانون التجارة العادل في عام 1973. إذا تم اتخاذ إجراء مناسب، فلن يكون هناك داعٍ للإحالة إلى لجنة المنافسات. من الممكن أن تقوم الشركات باستشارة مكتب التجارة العادلة أو المشروعة على نحو غير رسمي قبل الإعلان عن عملية استيلاء كي يتم الحصول على إشارة منها باحتمال قبول الإحالة أو لا.

مثال

تقدمت شركة "لادبروك" بطلب شراء مجموعة شركة "كورال" في عام 1998. وفي محاولة منها للحيلولة دون وصول طلب لجنة المنافسات، وافقت شركة "لادبروك" في الوقت نفسه على بيع 10% من منافذ التوزيع. أما في حالة ما إذا تمت إحالة طلب الشراء إلى لجنة المنافسات التي قد تعوق إتمام الصفقة، فسوف تضطر شركة "لادبروك" إلى بيع أنشطتها خلال ستة أشهر.

ضوابط الاتحاد الأوروبي

في إطار ضوابط الاتحاد الأوروبي، يعد الإشراف على عمليات الدمج وضبط نشاطها مسئولية المفوض المسئول عن السياسة التنافسية. وفي عام 1989، قامت دول الاتحاد الأوروبي – كل منها على حدة – بمنح اللجنة الأوروبية الحق في إعاقة عمليات الدمج والاستيلاء الكبرى أو حتى الاعتراض على إجرائها.

لقد مُنح الاتحاد الأوروبي الكثير من السلطات بموجب معاهدة روما (المادة 85 التي تختص بالاتحادات الاحتكارية ومادة 86 التي تختص بمظاهر الاحتكار). وفي منتصف الثمانينيات من القرن العشرين، استغلت اللجنة نفوذها وسلطتها لتعارض بنود وشروط شراء مجموعة شركات "روفر" من قِبل إحدى شركات الفضاء البريطانية، وكذا منع شراء بعض الشركات الأيرلندية من قِبل اتحاد شركات ضخمة في ذلك الحين.

بموجب ضوابط عملية الدمج بالاتحاد الأوروبي، كان يحق للجنة وحدها أن تقوم بالتحقيق في عمليات الدمج عبر الحدود والتي تتجاوز قيمتها مستوى معين بغرض حماية المصلحة العامة. ويخضع ذلك المستوى المحدد للكثير من التغيرات وإعادة النظر، ويتمثل المستوى المحدد في الوقت الحالي فيما يلي:

- يمتلك كل طرف من أطراف عملية الدمج في جميع أنحاء العالم إجمالي قيمة دوران رأس مال تصل إلى ما لا يقل عن 2.5 مليار يورو.
- يمتلك اثنين على الأقل من الأطراف إجمالي دوران رأس مال بالاتحاد الأوروبي وبالعالم أجمع أكثر من 100 مليون يورو.
- تمتلك جميع الشركات المدمجة دوران رأس مال مشترك يبلغ أكثر من 100 مليون يورو لكل منها، فيما لا يقل عن 3 دول تنتمي للاتحاد الأوروبي.
- في كل دولة من الدول الثلاث المنتمية للاتحاد الأوروبي، ينبغي أن تمتلك كل دولة من اثنين على الأقل من أطراف عملية الدمج قيمة دوران لرأس المال تتجاوز 25 مليون يورو.

إذا وصلت كل دولة منها للحد المسموح، فإن عملية الدمج تتم إحالتها إلى اللجنة الأوروبية التي تملك حق التصرف القضائي بمفردها. أما فيما يتعلق بالشركات التي ترتبط بعمليات دمج أو استيلاء خارج حدود البلاد، فإن مثل هذا الأمر ينطوي على ميزة استلام الموافقة بعد توقف واحد فقط، وذلك نظرًا لأن العرض المقدم سيتم تفضيله من خلال جهاز واحد فقط بدلاً من عدة هيئات وجهات في كل دولة من الدول المعنية. ويحق لتلك اللجنة أن تحيل القرار للدولة العضو المعنية بالأمر.

على الجانب الآخر، اعترضت الحكومات الوطنية على التخلي عن سلطاتها للاتحاد الأوروبي؛ لذا، فقد سعت للإبقاء على سلطتها ونفوذها.

مثال

قامت شركة "لافارج" الفرنسية بتقديم عرض شراء لشركة "ريدلاند" البريطانية في عام 1997. وقد أُحيل طلب الشراء إلى اللجنة الأوروبية، والتي قامت إثر ذلك بإحالة جزء من طلب الشراء إلى لجنة المنافسات بالمملكة المتحدة في أوائل عام 1998، وذلك للتأكد مما إذا كان هناك احتمال بصدد قيام شركة "ريدلاند" بالاحتكار في الأسواق البريطانية.

ضوابط دول أخرى

ثمة العديد من الجهات والهيئات المشابهة في دول أخرى ممن تسن تشريعات وقوانين مضادة للاحتكار. تتركز في اليابان مسئولية التحكم والإشراف على عمليات الدمج والاستيلاء لقانون معارضة الاحتكار في لجنة التجارة العادلة. ويمكن لتلك اللجنة إعاقة عمليات الدمج والاستيلاء أو تصر على تنفيذ شروط معينة، كأن يقوم المتقدم بعرض الشراء بالتخلي عن جزء من أنشطة شركته أو من أنشطة الشركة المطروحة للبيع.

القيود الصناعية المحددة

تحتفظ الحكومة في دول متعددة بحق إعاقة عمليات الاستيلاء في الصناعات الأساسية المهمة والتي قد يؤدي تغير ملكيتها إلى الإضرار بالمصلحة العامة. وتشمل تلك الصناعات الأساسية المهمة الإعلام والدفاع الحربي والاتصالات. ويمكن أن يتحقق ذلك التحكم بمنح بعض رخص التشغيل لبعض المشاركين المفضلين بالسوق. وبالتالي، فإن رفض منح الرخصة لأي مالك جديد قد يعوق عمليات الاستيلاء.

مثال

شهد مجال الاتصالات بالولايات المتحدة تحكمًا وسيطرة كبيرة حتى عام 1996. فبعد أن انقسمت شركة "إية تي آند تي" في عام 1982 إلى عدة شركات يطلق عليها "بيبي بيل"، فضلاً عن ممارستها للاحتكار المحلي، ظهرت بعض الضوابط الفيدرالية على عمليات الدمج وتم منع شركة "بيبي بيل" من تقديم خدماتها لمسافات بعيدة. ومع ذلك، تم التخلص من هذه الضوابط في عام 1996 إثر إتمام عمليتي دمج بين شركات اتصالات شهيرة.

الضوابط المسيطرة على سلوك أطراف العمليات

قد تضع سلطات سوق الأوراق المالية بعض الضوابط المتعلقة بسلوك الأطراف المعنيين بعمليتي الدمج أو الاستيلاء التي تنطبق على الشركات المالكة لأسهم مدرجة في البورصة.

ويتمثل الغرض الرئيسي من تلك الضوابط في التأكد من حماية مصالح حاملي الأسهم في كلتا الشركتين؛ داخل عرض الشراء (المشتري والبائع) إلى حد بعيد. وقد تم وضع قواعد السلوك الأساسية على وجه الخصوص لمديري الشركة المشترية (أو حاملي الأسهم بها) ومديري الشركة البائعة ومستشاريها. وتختلف قواعد السلوك مثل غيرها من الضوابط المختلفة من دولة لأخرى.

الفصل السابع

العروض المجحفة ووسائل الدفاع

ثمة فارق بين عمليات الشراء المختلفة والتي تنقسم إلى:

- عدوانية
- دفاعية/وقائية
- قابلة للتفاوض

فيما يتعلق بعروض الاستيلاء العدوانية أو المجحفة، يحاول المشتري شراء الشركة المطروحة للبيع إزاء معارضة قوية من مجلس الإدارة بالشركة المطروحة للبيع. يضع كلا الجانبين آراءهما المتعارضة أمام حاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع والذين يمكن أن يقبلوا أو يرفضوا هذا العرض لأسهمهم.

يعد طلب الشراء الدفاعي استجابةً لعرض استيلاء مجحف. وقد يقوم مديرو الشركة، ممن يواجهون عرضًا مجحفا من المحتمل نجاحه، بمحاولة إقناع شركة أخرى تتمتع بعلاقات ودية وطيبة مع شركتهم لطرح عرض بديل. نتيجة لذلك، يقوم مديرو الشركة بتزكية هذا العرض البديل لحاملي الأسهم بالشركة.

أما عمليات الشراء القابلة للتفاوض، ففيها يقوم مقدم عرض الشراء وإدارة الشركة المطروحة للبيع بالتفاوض على السعر وعلى طريقة السداد (سواء كانت نقدًا أو بأسهم أو بغير ذلك) وعلى غير ذلك من شروط عملية الشراء. يتم تنفيذ الصفقة المتفق عليها والتي تم تفضيلها وتزكيتها لحاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع بقبولها من قِبل إدارة تلك الشركة.

ثمة فروق جوهرية بين العرض المجحف والعرض القابل للتفاوض؛ حيث تساعد الإدارة بالشركة المطروحة للبيع حاملي الأسهم بها على رفض العرض المجحف. ومن ثم، فإن فرص نجاح ذلك العرض تصبح أقل من العرض القابل للتفاوض.

في حالة العرض المجحف، لا تستطيع الشركة المطروحة للبيع إمداد مقدم عرض الشراء بأية معلومات حول المركز التجاري للشركة أو إيراداتها أو تكاليفها أو أرباحها أو نظم الإدارة بها، الخ. أما في حالة العرض القابل للتفاوض، فإن الشركة المطروحة للبيع ستكون على استعداد لإخراج أية معلومات لمقدم عرض الشراء، شريطة التوقيع على اتفاقية ثقة لضمان الحفاظ على سرية المعلومات. ويساعد هذا الأمر المشتري على تحديد سعر العرض المتقدم به.

في حالة العرض القابل للتفاوض، عادة ما تقبل الشركة المطروحة للبيع إعطاء ضمانات معينة وبعض التعويضات للمشتري. أما في حالة العرض المجحف، فإنه ليس ثمة ضمانات أو تعويضات يمكن أن تقدمها الشركة المطروحة للبيع.

في حالات كثيرة، لا يقوم المشتري الاحتمالي بدراسة العرض المجحف الذي تقدم به ولا يحاول مراجعته، كما أنه لن يمضي في العرض المتقدم به، طالما أن إدارة الشركة المطروحة للبيع أعلنت أن شركتها ليست للبيع.

تكرار العروض المجحفة

كانت عروض الاستيلاء المجحفة من الأمور المعتادة في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة في منتصف الثمانينيات، وذلك عندما كان من السهل أن تقوم الشركات بالتمويل عن طريق الديون؛ ومن ثم، يمكنها القيام بتنفيذ صفقات استيلاء ذات نسبة مرتفعة من الفعالية المالية. وفي أوائل التسعينيات، أدى التراجع الاقتصادي والصعوبات المالية التي كانت تمر بها شركات متعددة مثقلة بالديون إلى تراجع العروض المجحفة، نظرًا لأنه كان من الصعب تحصيل السيولة النقدية اللازمة لتمويل عرض مجحف لشراء حقوق حاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع. من المحتمل أن ينشغل المستثمرون والممولون بمجادلات اقتصادية في صالح عملية الاستيلاء، وقد تعاني الشركة مقدمة العرض من انخفاض الأرباح على كل سهم أو تمر بصعوبات اقتصادية ناجمة عن تراكم الاقتراض عليها.

تعد بعض العروض المجحفة عروضًا ضخمة. فمثلاً، في عام 1997 كانت هناك معركة بها الكثير من عروض الشراء المقدمة لإحدى شركات الاتصالات الشهيرة، والتي تمت مناقشتها في وقت سابق، عندما كان العرض الذي تقدمت به إحدى الشركات يمثل أعلى سعرًا؛ حيث بلغ 33.51 مليار دولار. وقد ازداد كذلك عدد العروض المجحفة خارج حدود البلاد؛ فعلى سبيل المثال، تقدمت إحدى تلك الشركات بعرض قيمته 1,1 مليار إسترليني في عام 1997.

الاستراتيجية الدفاعية

يتطلب الدفاع عن شركة ضد عروض الاستيلاء ما يلي:

- استراتيجية طويلة الأجل لإحباط أية محاولة ممكنة من المشترين
- وسيلة قصيرة الأجل لمقاومة عرض معين

قد يتمثل هدف الاستراتيجية الدفاعية طويلة الأجل الأكثر فعالية في تحقيق النمو المستمر للأرباح ولحصص أرباح الأسهم فضلا عن تحقيق ارتفاع في سعر السهم. فإذا كانت شركة ما ناجحة، فإنه ينبغي على الإدارة تدعيم المستثمرين الكبار المتعاملين معها. لا بد وأن يؤدي تزايد أرباح الأسهم وسعر السهم إلى وجود الثقة في المستقبل. ومن ثم، فإن العرض المجحف ينبغي أن يكون ذا سعر مرتفع للغاية بحيث تتوفر له فرصة للنجاح. لن يكون المشتري المحتمل، الذي لا يملك القدرة للحصول على معلومات وأرقام أكثر تفصيلاً عن أداء الشركة المطروحة للبيع، متأكدًا من الحجم الدقيق للعرض الذي يمكنه تقديمه. إذا قرر مديرو الشركة المطروحة للبيع أن العرض المطروح أمامهم عرض مجحف، فإن المتقدم بعرض الشراء، في هذه الحالة، سيتراجع عن العرض المقدم فورًا.

على فرض أن المواجهة العنيفة هي أفضل وسائل الدفاع، فإن الشركة يمكنها حماية نفسها من عروض الاستيلاء عن طريق مواصلة استراتيجية الشراء التي تتبعها.

تقوم بعض الشركات بحماية نفسها ضد العروض المجحفة عن طريق بعض الحلفاء الاستراتيجيين خارج البلاد من خلال امتلاك أسهم خارج حدود البلاد. يمكن لشركة ما إصدار أسهم لشركة أخرى، بحيث تتسلم أسهمًا في تلك الشركة مقابل ذلك. فمثلاً، قد تقوم

شركة بريطانية وأخرى فرنسية بالاتفاق على مبادلة الأسهم في كل منهما؛ بحيث تبلغ تلك الأسهم نسبة 20% من حجم الأسهم التي يتمتع مالكوها بحق التصويت. وفي حالة تعرض أي من الشركتين لطرح عرض استيلاء مجحف، يلجأ أعضاء مجلس الإدارة بتلك الشركة إلى استغلال الدعم من الشركة الأخرى المتمثل في 20% من حاملي الأسهم لمعارضة ذلك العرض.

وسائل الدفاع

عندما يتم استلام عرض استيلاء مجحف، يجب أن يقوم مجلس الإدارة بالإعداد لبعض وسائل الدفاع ضد مثل تلك العروض. وتختلف تلك الوسائل من دولة لأخرى، وذلك وفقاً لما تسمح به قوانين تلك الدولة أو الضوابط التي تعمل بموجبها البورصة في تلك البلاد. تجدر الإشارة إلى أنه في كل الحالات يجب أن يبدأ المديرون بتقدير قيمة الشركة أولاً، فضلا عن دراسة السبب وراء رفضهم للسعر المعروض أمامهم.

الدفاع عن طريق الحجج والبراهين

تتمثل أكثر الطرق المناسبة والأكثر اتباعًا لمقاومة أي عرض استيلاء في استخدام قوة الحجة وراء الرفض. فيمكن إصدار وثيقة دفاع لحاملي الأسهم يتم فيها توضيح السبب، في نظر مجلس الإدارة، الذي يدفع حاملو الأسهم لرفض العرض المطروح.

يمكن استغلال العديد من الحجج ضد عملية الاستيلاء. وتؤدي كل تلك الحجج إلى نتيجة واحدة هي أن العرض يقلل كثيرًا من قيمة الأسهم على نحو مجحف. وتتمثل تلك الحجج التي يمكن الاستناد إليها فيما يلي:

- أرباح الشركة في المستقبل (أرباح كل سهم) ستكون ضخمة، ولن يعكس السعر المطروح ذلك الأمر. ويمكن تقديم تنبؤ بالأرباح يثبت ذلك.
- التوقعات المتعلقة بأنشطة الشركة في المستقبل مطمئنة، ويمكنها أن تزدهر دون اللجوء إلى عملية استيلاء.
- (إذا كان المتقدم بعرض الشراء يطرح مبادلة سهم مقابل سهم)، فإن توقعات الشركة لمستواها وأنشطتها بعد إتمام عملية الشراء ستكون أسوأ مما لو ظلت الشركة مستقلة.

- حصص الأرباح على كل سهم مرتفعة والسعر الحالي المطروح لا يعكس ذلك.
- ستقوم الشركة بدفع زيادة في حصة الأرباح في حالة عدم تنفيذ عملية الاستيلاء.
- أصول الشركة ذات قيمة مرتفعة ولا يعكس السعر المطروح تلك القيمة.
- مديرو الشركة لديهم استراتيجية بديلة لتحرير قيمة السهم، مثل: فصل الدمج بين الشركات أو بيع بعض الأنشطة التي يختارونها.

وسيلة الدفاع بشركة منقذة

في بعض الحالات، يقوم أعضاء مجلس إدارة الشركة المطروحة للبيع بإقناع شركة أخرى منقذة[1] لتقديم عرض منافس ولكنه في الوقت نفسه عرض ودي. ويمكن الإعلان عن ذلك العرض المنافس لحاملي الأسهم مصحوبًا ببيان تأييد من أعضاء مجلس إدارة الشركة.

مع ذلك، كي يكون نجاح مثل ذلك العرض مضمونًا، يجب أن يكون السعر المطروح من المشتري المنافس جاذبًا بما يكفي ليحوز على تأييد حاملي الأسهم.

وسيلة الدفاع بالعرقلة

يتم اللجوء إلى ذلك الإجراء الدفاعي بالعرقلة في حالة طرح عرض مجحف للشركة، مما يجعل عملية الاستيلاء غير جاذبة للمشتري.

ويتم استخدام ذلك المصطلح ليشير إلى العائق الذي يمكن أن يقف في طريق عرض مجحف. ومع ذلك، فإن ذلك المصطلح بمعناه الحرفي يشير إلى إجراءات من شأنها أن تغير من طبيعة حقوق التصويت التي يتمتع بها حاملو الأسهم في حالة تقديم عرض مجحف. وجدير بالذكر أن مثل هذا الأسلوب الدفاعي يعد محظورًا قانونًا طبقًا لقانون الشركات بالملكة المتحدة، غير أنه يتم اتباعه في دول أخرى.

لقد قامت عدة شركات كبرى باستخدام الإجراء المتمثل في تغيير حقوق تصويت حاملي الأسهم لحماية شركاتهم ضد عروض الاستيلاء. ومن تلك الشركات الشهيرة، شركة "فيليبس" الألمانية، وكذلك غيرها من الشركات الفرنسية.

(١) الشركة المنقذة: انظر مسرد المصطلحات.



يمتلك أكثر من 60% من الشركات الأمريكية التي تأتي على قائمة أفضل 500 شركة وفقاً لمؤشر "ستاندرد آند بورز" وسيلة دفاع من ذلك النوع، والتي يرجع تاريخ معظمها إلى منتصف الثمانينيات والتي خضعت للتغيير بعد عشر سنوات. وقد أجبر الضغط الذي مارسه المساهمون بعض مجالس الإدارة في بعض الشركات على ضرورة الإذعان لموافقة حاملي الأسهم أولاً. ويتركز اهتمام حاملي الأسهم – عند إحباط عروض الاستيلاء بشكل أو بآخر – على ألا يكون ذلك معارضًا لمصالحهم. وقد قام عدد قليل من الشركات الأمريكية بالتخلي عن ذلك النوع من الدفاع نتيجة للضغط الذي مارسه حاملو الأسهم في تلك الشركات. وثمة بعض الشركات الأخرى التي عملت على تجديد ذلك النوع من وسائل الدفاع ولكنها قامت بتغيير بعض الشروط لتوازن الأمر ما بين رغبة حاملي الأسهم وبين المصلحة العامة للشركة. لا تلجأ الشركة إلى تنفيذ ذلك النوع من الدفاع في حالة ما تتسلم المجموعة عرضًا ذا تمويل نقدي كامل، رأت أنه يطرح سعرًا مقبولاً من قبل بنك استثماري مستقل.

في الولايات المتحدة الأمريكية، على النقيض من كندا والمملكة المتحدة، يمكن لأعضاء مجلس إدارة الشركات استخدام ذلك النوع من وسائل الدفاع دون انتظار موافقة حاملي الأسهم على استخدامها.

ثمة أنواع عدة لوسائل الدفاع بالعرقلة، والتي تتضمن ما يلي:

- حقوق التصويت المتميزة التي تعطي حاملي الأسهم حق الاكتتاب في الأسهم الممتازة التي تعطي حقوق تصويت خاصة. ويمكن أن يؤدي ذلك إلى صعوبة سيطرة المشتري على الشركة
- إعطاء حاملي الأسهم الحاليين حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة في شركتهم بخصم كبير في حالة طلب المشتري لامتلاك نسبة كبيرة من الأسهم

يهدف ذلك النوع من الدفاع إلى ما يلي:

- الحد من حقوق التصويت لمقدمي عروض الشراء غير المرغوب فيهم ممن يطلبون شراء أسهم بالشركة



- خفض حجم ملكية الأسهم لمقدم عرض الشراء غير المرغوب فيه وذلك بطرح أسهم جديدة منخفضة السعر لغيرهم من حاملي الأسهم

مثال

حاولت إحدى مجموعات شركات الأثاث الإيطالية الشهيرة في عام 1997 تقديم بعض ضوابط التصويت على أسهمها. وقد عملت تلك الضوابط على منع المستثمر من التحكم في أكثر من 20% من حقوق التصويت بغض النظر عن عدد الأسهم التي يمتلكها. وعلى الرغم من أنه لم يتم وصف هذا الأمر تحت مسمى الدفاع بالعرقلة، فقد كان له أكبر الأثر في تشجيع حاملي الأسهم الكبار على طرح عرض عام لكل الأسهم بالشركة بدلاً من شراء الأسهم في السوق على نحو مفاجئ.

يمكن أن تُقدم وسيلة الدفاع بالعرقلة في إطار عرض الاستيلاء لمنع المشتري المنافس من إتمام الصفقة أو لتعويض المشتري الأصلي؛ حيث ينبغي أن يتم قبول العرض المنافس. فمثلا، ورد في جزء من اتفاقية الدمج بين شركتين شهيرتين عام 1997 أن يتم دفع مبلغ قدره 465 مليونٍ دولار للشركة الثانية كغرامة تأخير في حالة انسحاب الشركة الأولى من الاتفاقية. علاوةً على ذلك، في حالة موافقة الشركة الثانية على العرض المنافس المقدم من الشركة المنافسة، فإنها تجعل نفسها مسئولة عن تسديد غرامة التأخير للشركة الأولى، شريطة أن تتفق الشركتان على أن تقوم كل منهما بسداد مبلغ قدره 750 مليون دولار في حالة انسحاب أيهما من الصفقة. وفي حالة فشل صفقة الشركة المنافسة، فسوف يتم سداد مبلغ 250 مليون دولار للشركة الأولى، في حين ستحصل الشركة الثانية على مبالغ باهظة تعويضًا عما لحق بها من أضرار.

وسيلة الدفاع بالتصرف في الأصول

قد يستجيب أعضاء مجلس الإدارة بالشركة المطروحة للبيع لأحد العروض المجحفة ويقوموا ببيع أهم الأصول لديهم لمشترٍ آخر. ويؤدي ذلك إلى جعل الشركة أقل جاذبية للمتقدمين بعرض الشراء.

كذلك، قد تقوم الشركة ببيع جميع أصولها في حالة تنفيذ العرض المجحف، وذلك في الحالات القصوى، تاركة نسبة ضئيلة للغاية أمام المشتري يمكنه الحصول عليها. يُعرف ذلك الأمر باسم وسيلة الدفاع ببيع الأُصول أو التخلص منها. (لا يسمح للشركات العامة أو المساهمة في المملكة المتحدة باتباع مثل تلك الطرق للدفاع.)

وسيلة الدفاع بشراء شركات ضعيفة

تعد تلك الوسيلة طريقة بديلة للتصرف في الأصول المتميزة لدى الشركة لشراء أصول أخرى أقل تميزًا. وفي إطار تلك الوسيلة، تقوم الشركة بشراء شركة أخرى ضعيفة الأداء كوسيلة لمنع قبول عرض مجحف.

وسيلة الدفاع بمقارنة القوائم المالية

عادة ما يشترط المتقدم بعرض شراء لشركة عامة ألا يكون قد طرأ أي تغير محسوس مضاد على الشركة المطروحة للبيع منذ إصدار أحدث القوائم المالية بها. وقد يقوم أعضاء مجلس إدارة تلك الشركة المطروحة للبيع بمقاومة ذلك العرض بادعائهم أن الشركة تعاني من وضع مالي أكثر سوءًا مما كانت عليه في القوائم المالية التي صدرت عنها. ومن ثم، فإن ذلك النوع من الدفاع يمنع المتقدم بعرض الشركات من إتمام الصفقة.

المظلة الذهبية

يمتلك أعضاء مجلس الإدارة والمديرون التنفيذيون ببعض الشركات عقود تشغيل بمرتبات ضخمة في حالة استيلاء شركة أخرى على الشركة التي يعملون بها. ويطلق على تلك المدفوعات "المظلات الذهبية". وتهدف تلك المظلة الذهبية إلى حماية دخل أعضاء مجلس الإدارة، عندما يتم الاستغناء عنهم بعد إجراء عملية الاستيلاء.

إذا كانت تلك المدفوعات ضخمة للغاية، فإن ذلك من شأنه أن يدفع أولئك الأعضاء إلى القبول بعرض الاستيلاء بل وبالترحيب به. يمكن أن تكون مثل تلك الشروط الواردة في عقود أعضاء مجلس الإدارة بمثابة حافز سلبي بالنسبة للمتقدمين بعروض الشراء. تضيف المظلات الذهبية إلى التكلفة الإجمالية لعملية الاستيلاء دون إعطاء المشتري أية فائدة من ورائها.

ضوابط وسائل الدفاع

يمكن الحد من وسائل الدفاع عن طريق القوانين المحلية أو قواعد البورصة. ففي أثناء تقديم العرض أو قبل ذلك أيضًا، إذا كانٍ من المتوقع تقديم عرض في وقت قريب، يجب أن تحصل الشركة على الموافقة المبدئية أولاً من حاملي الأسهم بها وذلك من أجل أن يتم القيام بما يلي:

- إصدار أو إعادة شراء أسهم جديدة أو أوراق مالية قابلة للتحويل أو شهادات بأسهم
- إجراء تعديلات ملموسة على الشروط الواردة في عقود المديرين
- إصدار عقود خيارية لبيع أو شراء الأوراق المالية
- بيع أو شراء أصول ذات قيمة مادية
- إبرام أي عقود خارج نطاق النشاط العادي للشركة

الفصل الثامن

إجراءات فض الدمج وفصل الأنشطة

ينبغي أن ينمو النشاط الناجح لأية شركة، فهناك أساس ثقافي محدد للارتقاء بإدارة النشاط بوجه عام. ومع ذلك، فقد انتشر في السنوات الأخيرة مبدأ ضرورة أن يكون لنمو نشاط الشركة اتجاه محدد. في بعض الأحيان، يمكن أن يخدم ذلك المبدأ أهداف الاستراتيجية التجارية وذلك للأغراض التالية:

- بيع أجزاء من النشاط كي يتم تركيز المصادر في مناطق محددة لنشاط الشركة
- تقسيم النشاط إلى أجزاء منفصلة تمامًا لتحرير القيمة والسماح لكل جزء بالنمو على نحو مستقل

فصل الأنشطة الأساسية

أصبح أمر بيع الفروع الذي يهدف إلى التركيز على الأنشطة الأساسية من الأمور المعتادة والتي تميز الاستراتيجية التجارية في السنوات الأخيرة. وقد أدى ذلك إلى تمويل بعض الأنشطة وفروع الشركات من قِبل شركات راغبة في الشراء لكي تقوم تلك الشركات بالشراء في عمليات استيلاء قابلة للتفاوض.

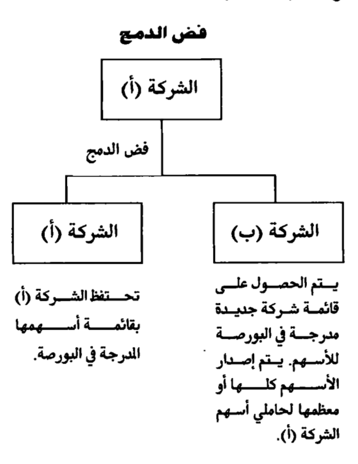
مثال

في عام 1998، قامت شركة "تومكينس" – وهي شركة مساهمة محدودة متعددة الأنشطة، أمريكية بريطانية – ببيع أفضل أنشطة التوزيع التابعة لها في المملكة المتحدة وفي أوروبا وفي نشاط بيع الفاكهة بالتجزئة الخاص بها في الولايات المتحدة. وقد جاءت تلك الخطوة بعد إعلان شركة "تومكينس" عن شراء نشاط مطاحن الدقيق لشركة "سبيلر" بفترة قصيرة، والذي من شأنه أن يضيف إلى نشاط مطاحن الدقيق القائم في تلك الشركة في الوقت الحالي. كانت الصفقات التي أجريت متماشية مع استراتيجية شركة "تومكينس" التي تركز على أنشطة التصنيع وتبتعد عن التوزيع والبيع بالتجزئة. وقد يأتي قرار فصل الأنشطة والتركيز على أنشطة أساسية محددة كنتيجة لفشل استراتيجية التنوع.

عمليات فض الدمج

تتضمن إجراءات فصل الأنشطة أن تقوم شركة ببيع بعض أنشطتها لمشتر خارجي. وعلى النقيض من ذلك، فإن فض الدمج يعني انفصال شركة إلى شركتين مستقلتين. تجدر الإشارة إلى أن حاملي الأسهم قبل فض الدمج بين الشركتين يحصلون على كل الأسهم أو معظمها في الشركتين بعد دمجهما.

فض الدمج



أسباب فض الدمج

يتمثل السبب الرئيسي لفض الدمج في إدراك إدارة الشركة أن أنشطة التشغيل لديها ذات مجال واسع وأن الأجزاء المختلفة للنشاط بها ستكون ذات أداء أفضل إذا تم الفصل بينها نهائيًا. وتعني استراتيجية فض الدمج النقيض لاستراتيجية التنوع بالشركات متعددة الأنشطة.

قد تتمكن شركة متعددة الأنشطة من إدارة أنشطة مختلفة ومنفصلة عن بعضها. ومع ذلك، فإنه يجب على حاملي الأسهم أن يقوموا باستثمار أسهمهم في الشركات متعددة الأنشطة بالكامل، أي الاستثمار في أسهمها ككل. وعلى النقيض من ذلك، فإنه إذا كان قد تم فض الدمج بشركة ما، فإن حاملي الأسهم يمكن أن يختاروا بين الأنشطة المتعددة التي يرغبون في الاستثمار بها. علاوة على ذلك، يمكنهم القيام بالاستثمار في كلتا الشركتين المنفصلتين كل على حدة، إذا رغبوا في ذلك.

عند تنفيذ فض الدمج بين الشركات، قد يسهل تحرير القيمة داخل الشركة بإلزام المستثمرين في البورصة بتقييم كل نشاط تقوم به الشركة على نحو منفصل.

مثال

تضم شركة "إكو" نشاطين منفصلين هنا: الفنادق وإنتاج الأغذية. وجاءت الأرباح السنوية للشركة (بعد حساب الضرائب) كما يلي:

	القيمة بمليون إسترليني
الفنادق	10
الأغذية	40
الإجمالي	50

تبلغ قيمة السوق لأسهم شركة "إكو" 400 مليون دولار؛ حيث تم تقييم الشركة على أساس مضاعف السعر/الأرباح × والبالغ 8 ($400,000,000 ÷ $50,000000).

يعتقد أعضاء مجلس الإدارة بشركة "إكو" أن البورصة قد بخست قيمة أسهم الشركة متعللة بأن شركات إنتاج الأغذية تم تقييمها على أساس مضاعف السعر/الأرباح والبالغ 8، في حين أنه تم تقييم شركات الفنادق على أساس مضاعف السعر/الأرباح والبالغ 14.

في إثر ذلك، قرر أعضاء مجلس الإدارة فض الدمج والاحتفاظ بشركة إنتاج الأغذية داخل شركة "إكو" وإنشاء شركة جديدة يطلق عليها شركة "فوكستروت" لتشغيل أنشطة



الفنادق. وقد تم إصدار أسهم بشركة "فوكستروت" لحاملي الأسهم بشركة "إكو" وتم إدراج تلك الأسهم في قائمة بالبورصة لتحقق بذلك نجاحًا عظيمًا.

التحليل

إذا كان أعضاء مجلس الإدارة بشركة "إكو" محقين في اعتقادهم السابق، فإنه ينبغي أن يؤدي فض الدمج إلى تحرير قيمة الأسهم التي يمتلكها المساهمون. وبالتالي، يمكنهم بيع أسهمهم لشركة "إكو" أو لشركة "فوكستروت"، إذا كانوا لا يرغبون في استثمار تلك الأسهم في مجال إنتاج الأغذية أو الفنادق، على الترتيب. وبناءً على ذلك، قد يتغير حاملو الأسهم في كلتا الشركتين.

لا بد وأن القيمة المجمعة للشركتين معًا أعلى من 400 مليون دولار، وهي قيمة أسهم شركة "إكو" قبل فض الدمج.

	قيمة السوق المكنة
	القيمة بالمليون دولار
شركة "إكو" (8 × $40,000,000)	320
شركة "فوكستروت" (14 × $10,000,000)	140
	460

وفقًا لتلك الأمثلة، يهدف فض الدمج إلى تحرير القيمة والسماح لحاملي الأسهم بالاستثمار في أنشطة معينة بدلاً من أن يتم استثمارها في مجموعة شركات متعددة الأنشطة والتي أصبحت من الأمور المعتادة إلى حد كبير.

مثال (١)

في يناير عام 1998، قامت إحدى شركات الأغذية الدولية الكبرى في الولايات المتحدة بفصل عملية تصنيع الأغذية الشهيرة بها عن نشاط تنقية الذرة – مع إعطائها اسم جديد – ليعكس ذلك الفصل الاختلاف بين النشاطين. ومنذ أن تم فض الدمج بينهما، شهد ذلك العام الإعلان لأول مرة عن زيادة سعر أسهم تلك الشركة الدولية بنسبة 32%.

مثال (٢)

كانت شركة "هانسون" — وهي شركة مساهمة محدودة، متعددة الأنشطة أمريكية بريطانية — تعد من أكثر الشركات المسيطرة على عمليات الاستيلاء في الثمانينيات. ومع ذلك، فإنها لجأت في التسعينيات إلى صياغة استراتيجية جديدة تقتضي فض الدمج وفصل الأنشطة إلى أربعة أنشطة مستقلة، يركز كل نشاط منها على قطاع صناعي معين. وكانت الخطوة الأخيرة في ذلك الأمر أن انفصلت مصالح شركة الطاقة الدولية التابعة لها لتكون مجموعة جديدة لشركات الطاقة المساهمة المحدودة في فبراير عام 1997. وقد أدى ذلك إلى احتفاظ شركة "هانسون" بنشاطها الأساسي في لوازم البناء. وقد التزمت شركة "هانسون" – في غياب أهداف الشراء المناسبة – بخطة لفض الدمج والتي اعتبرها من أفضل الوسائل لقيام إدارة أكثر قوة وظهور فرص أكثر للنمو.

مثال (٣)

قررت إحدى الشركات – بناءً على بعض الشائعات بأن هناك عرض شراء من شركة "هانسون" في عام 1992 – فصل أنشطة صناعة الأدوية ومنتجات الكيمياء الزراعية وجميع فروع صناعة الكيماويات. وقد تم فض الدمج لتكون تلك الأنشطة شركة أخرى ذات اسم جديد تم تعويمها في بورصة لندن للأوراق المالية في عام 1993. وكانت تهدف استراتيجية فض الدمج إلى تحرير قيمة الأسهم من أجل المساهمين على أساس أن قيمة السوق الإجمالية للشركات التي تم فض الدمج بينها أصبحت أعلى قيمة من الشركة الأولى قبل فض الدمج.

الفصل التاسع

المحاسبة في الدمج والشراء

قد يترتب على عمليات دمج وشراء الشركات بعض الآثار الواضحة على أرباح الشركة أو حجم صافي الأصول لديها. لذا، فإن العناصر التي ترد في التقارير المالية عن دمج وشراء الشركات – بناءً على البيانات التي توفرها المؤشرات الاقتصادية الشهيرة – تعد عناصر مهمة لا تقل في أهميتها عن تلك التي تؤثر على قيم الأسهم. تختلف قواعد المحاسبة من دولة لأخرى، ولكنها بوجه عام تشترك في الخطوط العريضة فيما بينها، وسيرد شرحًا مختصرًا لها فيما يلي.

محاسبة عملية الدمج ومحاسبة عملية الشراء

تعد المحاسبة في عمليتي الدمج والشراء طريقتين مختلفتين لإصدار تقرير عن الدخل والميزانية الموحدة لأنشطة إحدى الشركات متعددة الأنشطة. وتتمثل الفروق الأساسية فيما يلي:

- في محاسبة عملية الدمج، يتم وضع الدخل الناتج عن نشاط الشركتين قبل عملية الدمج في خانة الاحتياطي وذلك في الميزانية الموحدة لهما.
- في محاسبة عملية الشراء، يتم استثناء الدخل الناتج قبل عملية الشراء من الاحتياطي في الميزانية الموحدة.

مثال

قررت شركتا "ألفا" و"بيتا" أن يتم الدمج بينهما. وقد جاءت ميزانيتا الشركتين في تاريخ عملية الدمج كالآتي:

	شركة "ألفا"	شركة "بيتا"
	القيمة بالمليون دولار	القيمة بالمليون دولار
صافي الأصول	400	300

الأسهم (قيمة كل سهم 1 دولار)	100	100
الأرباح المحتجزة أو التي لم يتم توزيعها	300	200
	400	300

تبلغ قيمة كل سهم من أسهم شركة "ألفا" في السوق 5 دولار. وقد تم الاتفاق على أن نشاط شركة "بيتا" ينبغي أن يتم تقييمه بمبلغ قدره 400 مليون دولار. وقد تم إجراء ذلك الدمج بعد أن أصدرت شركة "ألفا" 80 مليون سهم في مقابل أسهم شركة "بيتا". لذا، كانت شركة "ألفا" تملك 180 مليون سهم بعد عملية الدمج، كما امتلكت جميع أسهم شركة "بيتا".

ميزانية شركة "ألفا"، في تاريخ إجراء الدمج كما يلي:

	القيمة بالمليون دولار
صافي الأصول في تاريخ إجراء الدمج	400
الاستثمار في أسهم شركة "بيتا" عند قيمتها الاسمية	80
	480
أسهم رأس المال (100 + 80)	180
الأرباح المحتجزة التي لم يتم توزيعها	300
	480

نظرًا لأنه في تلك الحالة يتم استخدام محاسبة عملية الدمج، فإنه يتم تسجيل الاستثمار بالقيمة الاسمية.

التحليل

يركز تطبيق محاسبة عملية الدمج أو محاسبة عملية الشراء على النتائج الموحدة والوضع المالي لمجموعة شركات "ألفا".

محاسبة عملية الدمج

تتضمن ميزانية محاسبة عملية الدمج صافي كل الأصول والأرباح المحتجزة التي لم يتم توزيعها قبل عملية الدمج لكلتا الشركتين.

مجموعة شركات "ألفا" (محاسبة عملية الدمج)	القيمة بالمليون دولار
صافي الأصول (300 + 400)	700
أسهم رأس المال (80 + 100)	180
الأرباح التي لم يتم توزيعها (200 + 300)	500
الاحتياطيات الأخرى	20
	700

تنتج بعض الاحتياطيات الأخرى نظرًا لوجود اختلاف بين القيمة الاسمية للمبلغ 100 مليون دولار لأسهم شركة "بيتا" والقيمة الاسمية للمبلغ 80 مليون دولار لأسهم شركة "ألفا"؛ حيث تم التبادل بينهما.

محاسبة عملية الشراء

لا يمكن تضمين دخل الشركة المشتراة قبل إتمام عملية الدمج في القوائم المالية للمجموعة في حالة محاسبة عملية الشراء. نظرًا لأن شركة "ألفا" قد أصدرت أسهمًا لشراء أسهم شركة "بيتا"، فإن شركة "ألفا" قد قامت بشراء شركة "بيتا". وقد بلغ الدخل الناتج عن نشاط شركة "بيتا" قبل عملية الشراء 200 مليون دولار، وهو المبلغ الذي لا يمكن تضمينه في ميزانية المجموعة.

في محاسبة عملية الشراء، ثمة مبلغ يتم حسابه مقابل السمعة التجارية للشركة عند شرائها. ويقصد بالسمعة التجارية الفارق بين السعر المدفوع لإتمام عملية الشراء وقيمة الأصول المشتراة. وفي هذا المثال، أصدرت شركة "ألفا" أسهمًا بقيمة متفق عليها وهي 400

مليون دولار لشراء صافي أصول تبلغ قيمتها 300 مليون دولار. وعلى ذلك، يكون المبلغ الفائض البالغ 100 مليون دولار هو قيمة تقدير السمعة التجارية المشتراة.

فقد جرت العادة على أن السمعة التجارية المشتراة عبارة عن بند يرد في الميزانية كأصل من أصول المجموعة، ويتم استهلاكه تدريجيًا على مدار عدة سنوات. قد يتم تقدير قيمة الاستهلاك مقابل أرباح المجموعة. ويعد ذلك هو الإجراء المتبع في الولايات المتحدة، كما يتم اتباعه كذلك في المملكة المتحدة هذه الأيام؛ حيث يتم خصم قيمة استهلاك السمعة التجارية من الضرائب التي يتم تحصيلها.

بناءً على ذلك، ستأتي ميزانية شركة "ألفا" في تاريخ إجراء عملية الشراء كما يلي:

مجموعة شركات "ألفا" (محاسبة عملية الشراء)	القيمة بالمليون دولار
صافي الأصول (300 + 400)	700
أسهم رأس المال	180
المبلغ الإضافي على الأسهم (لشركة "ألفا")	320
الأرباح المحتجزة التي لم يتم توزيعها (100 - 300)	200
	700

يتم استثناء دخل ما قبل عملية الدمج بشركة "ألفا" من الأرباح المحتجزة التي لم يتم توزيعها. يتألف هذا الدخل من إجراء عملية طرح الأرباح المحتجزة لشركة "ألفا" التي لم يتم توزيعها والتي تبلغ قيمتها 300 مليون دولار ناقص 100 مليون دولار قيمة السمعة التجارية المشتراة التي تم استهلاكها.

إذا كنت تقارن بين ميزانيات المجموعة باستخدام محاسبة عملية الدمج ومحاسبة عملية الشراء، فإنه ينبغي أن تكون جاذبية محاسبة عملية الدمج واضحة تمام الوضوح.

عادةً ما تكون الأرباح المحتجزة التي لم يتم توزيعها ذات قيمة أعلى، وهي تبلغ في هذا المثال 500 مليون دولار مقابل 200 مليون دولار.

مع ذلك، فمن الناحية العملية، يتم استخدام محاسبة عملية الدمج بشكل محدود. فمعظم التقارير المالية الدولية للحسابات الموحدة تستخدم طريقة محاسبة عملية الشراء.

السمعة التجارية المشتراة

كي يتم إصدار تقرير مالي، لا بد من التركيز على أمرين وهما:

- كيفية حساب السمعة التجارية المشتراة
- كيفية تقييم السمعة التجارية المشتراة

حساب السمعة التجارية المشتراة

يتوقف ذلك الحساب على القواعد والضوابط المحلية لهذا الأمر، فإما أن يتم اعتبار السمعة التجارية المشتراة أصلاً ثابتًا أو مستهلكًا بالكامل في مقابل الاحتياطيات في العام الذي تمت فيه عملية الشراء. وقد يكون المثال التالي دالاً على هذا المبدأ النظري ويوضح ما تتضمنه كل طريقة منهما.

مثال

قامت شركة "جاما" بشراء شركة "دلتا" منذ وقت قصير، عن طريق الشراء النقدي. وقد جاءت أسهم رأس المال بشركة "جاما" وكذا الاحتياطيات بها عند تاريخ عملية الشراء كما يلي:

	$
أسهم رأس المال	200,000,000
الأرباح المحتجزة التي لم يتم توزيعها	1,800,000,000
	2,000,000,000

بلغت قيمة صافي الأصول بالمجموعة عند تاريخ الشراء 1,750 مليون دولار، باستثناء السمعة التجارية والتي بلغ تقدير قيمتها 250 مليون دولار.

التحليل

إذا كانت السمعة التجارية المشتراة تعتبر أصلاً من أصول المجموعة، فإن ميزانية المجموعة ستكون كما يلي:

	$
صافي الأصول باستثناء السمعة التجارية	1,750,000,000
السمعة التجارية	250,000,000
	2,000,000,000

فقد تم التمويل عن طريق:

أسهم رأس المال (لشركة "جاما" فقط)	200,000,000
الاحتياطيات (الأرباح المحتجزة التي لم يتم توزيعها[١])	1,800,000,000
	2,000,000,000

لا بد وأن تستهلك السمعة التجارية على مدار فترة زمنية محددة. افترض أن شركة "جاما" تستهلك السمعة التجارية على مدار خمس سنوات، فإنه في كل عام من الأعوام الخمسة فيما بعد عملية الشراء سيتم حساب تكلفة استهلاك السمعة التجارية مقابل أرباح المجموعة. ستبلغ التكلفة السنوية 50 مليون دولار ([٢] 5 ÷ $250,000,000).

(١) احتياطيات شركة "جاما" فقط، نظرًا لأن أرباح ما بعد عملية الشراء لشركة "دلتا" بلغت صفرًا عند تاريخ عملية الشراء.

(٢) سنوات.



على النقيض من ذلك، إذا كان يتم إلغاء حساب السمعة التجارية بالكامل في مقابل احتياطيات العام الذي يتم فيه الشراء، فإن ميزانية مجموعة الشركات في تاريخ عملية الشراء ستكون كما يلي:

	$
صافي الأصول	1,750,000,000
فقد تم التمويل عن طريق:	
أسهم رأس المال	200,000,000
احتياطيات أقل من السمعة التجارية (1,800,000,000 – 250,000,000)	1,550,000,000
	1,750,000,000

تقل الاحتياطيات بسبب تكلفة السمعة التجارية المشتراة، ولكن لن تكون هناك تكلفة استهلاك في مقابل أرباح المجموعة في أي عام. لذا، فإن الأرباح السنوية الواردة للمجموعة ستكون أعلى. ولهذا السبب، فإن الشركات عادةً ما تفضل – إذا سمحت لها الظروف بذلك، بإلغاء السمعة التجارية كاملةً عند الشراء لحماية الأرباح التي سترد عنها في المستقبل. يعد استهلاك السمعة التجارية هو الأمر المعتاد في معظم الدول.

قيمة السمعة التجارية المشتراة

السمعة التجارية المشتراة هي الفارق بين تكلفة عملية الشراء والقيمة المعادلة للأصول التي تم شراؤها. فمثلاً، إذا تم الاستيلاء على شركة ما بلغت أصولها 400 مليون دولار، وتم شراؤها في مقابل 600 مليون دولار، فإن السمعة التجارية المشتراة ينبغي أن تبلغ قيمتها 200 مليون دولار.

مع ذلك، افترض أن الشركة أعادت تقييم صافي الأصول التي قامت بشرائها وقررت أن القيمة المعادلة ليست 400 مليون دولار، ولكنها 350 مليون دولار فقط. افترض كذلك أن الشركة ترى أنها يجب أن تقوم بتنفيذ بعض إجراءات الترشيد في الفرع الذي تم شراؤه؛ بحيث يتم التخلص من بعض المعدات واعتبار بعض الموظفين عمالة زائدة، وأن تكاليف مثل تلك الإجراءات قد تبلغ 25 مليون دولار.

قد يقال إن قيمة السمعة التجارية المشتراة يجب أن تعتمد على القيمة المعادلة للأصول التي يجب أن تسمح أيضا بترشيد التكاليف في المستقبل. وفي هذا المثال، ستكون قيمة السمعة التجارية المشتراة أعلى بدرجة كبيرة من المبلغ المقدر بقيمة 200 مليون دولار.

	$
تكلفة الشراء	600,000,000
شرط الترشيد في المستقبل	25,000,000
	625,000,000
القيمة المعادلة للأصول المشتراة	350,000,000
السمعة التجارية المشتراة	275,000,000

يمكن أن يتم إلغاء السمعة التجارية المشتراة كاملةً – إذا سُمح بذلك – في مقابل قيمة الاحتياطي. ويُقصد بذلك أن تكلفة إجراءات الترشيد بعد إجراء عملية الشراء (التي بلغت 25 مليون دولار) لا تحتاج لتكلفة في مقابل أرباح المجموعة السنوية.

مســـــرد المصطلحات

محاسبة عملية الشراء (Acquisition accounting):

هي طريقة للمحاسبة في عملية الاستيلاء والتي يتم فيها استثناء أرباح ما قبل عمليـة الشـراء للشركة المشتراة من الـدخل المـذكور في تقاريرهـا الماليـة ومـن احتياطيـات المجموعـة. ويـتم حساب الفارق بين سعر الشراء وقيمة الأصول المشتراة على أنه السمعة التجارية المشتراة.

بيع الأصول أو نزع ملكيتها (Asset stripping):

يشير هذا المصطلح إلى شراء شركة مستهدفة وبيع معظم أصولها القيِّمة.

لجنة المنافسات (Competition commission):

هيئة بريطانية متخصصة في مكافحة الاحتكار

كود المدينة (City code):

يشير إلى الكود الذي يتم وضعه على عمليـات الاسـتيلاء وعمليـات دمـج. ويوجـد الكـود البريطاني الخاص بالشركات العامة المشتركة في عمليات الدمج أو الاستيلاء في السـجلات الرسمية المتخصصة.

معدلات المقارنة (Comparables):

سلسلة من المعدلات المالية التي يـتم حسـابها بالنسـبة للشـركات الـتي تمـارس النشـاط التجاري نفسه. ويتم استخدامها لتصفية الشركات المستهدفة المطروحـة للبيـع لاختيـار الشركة الأفضل من بينها، وكذا لتحديد قيمة عملية الاستيلاء المطروحة.

المختص بشراء الشركات (Corporate raider):

مستثمر يسعى في البحث عن الشركات منخفضة القيمة كـي يـتمكن مـن شـرائها بسـعر منخفض، ثم يعيد بيعها بسعر أعلى محققاً بذلك ربحاً، وربما عن طريق فصل أنشطتها وبيع كل نشاط منها على حدة لعدة مشترين.

عملية فض الدمج (Demerger):
تقسيم إحدى الشركات أو المجموعات إلى كيانين منفصلين أو إلى عدة شركات أو مجموعات منفصلة.

العناية الواجبة (Due diligence):
يشير هذا المصطلح إلى إجراء يقوم به المشتري المتوقع خلال عرض جاري التفاوض عليه، وذلك للتأكد من دقة المعلومات والافتراضات التي قام عليها العرض.

انخفاض الأرباح (Earnings dilution):
يشير هذا المصطلح إلى انخفاض الأرباح على كل سهم. فقد تؤدي عملية الشراء إما إلى انخفاض الأرباح أو زيادتها (أرباح أعلى لكل سهم) بالنسبة للشركة القائمة بعملية الشراء

مضاعف الأرباح (Earnings multiple):
يشير هذا المصطلح إلى الطريقة المستخدمة في تقييم الشركة المستهدفة بالشراء. يعتمد سعر البيع على مضاعف الأرباح السنوية للشركة المطروحة للبيع. (انظر معدل سعر السهم/الربح)

اتفاقية أسعار البيع المؤجلة (Earn –out agreement):
طريقة للاتفاق على سعر الشراء لشركة خاصة؛ حيث يتم سداد الحد الأدنى من السعر فورًا لمالكي الشركة، بالإضافة إلى سداد عنصر واحد أو أكثر من مدفوعات البيع المؤجلة التي تعتمد على الأرباح السنوية للنشاط الذي تم الحصول عليه بعد إجراء عملية الشراء.

وسيلة الدفاع بشراء الشركات الضعيفة (Fatman defense):
وسيلة بديلة للتصرف في الأصول الجاذبة تتمثل في شراء الأصول غير المتميزة. وفي تلك الوسيلة من وسائل الدفاع، تقوم الشركة بشراء شركة ذات أداء اقتصادي ضعيف كوسيلة لمنع قبول عرض مجحف.



السمعة التجارية (Goodwill):

يشير هذا المصطلح إلى المبلغ الذي تتجاوز به القيمة صافي أصول الشركة الدفترية.

المظلة الذهبية (Golden parachute):

يشير هذا المصطلح إلى بنود عقد العمل لمدير الشركة والتي تشترط الحصول على مبلغ في مقابل الاستغناء في حالة الإقالة أو الفصل بعد إجراء عمليةالدمج أو الاستيلاء.

قانون هارت سكوت رودينو (Hart-Scott-Rodino act):

تشريع أمريكي صدر عام 1976 لمكافحة الاحتكار

التعويض (Indemnity):

إجراء يتخذه البائع تجاه المشتري عند شراء شركة غير مدرجة في البورصة، والذي يتقاضى المشتري بموجبه مبالغ معينة في مقابل تكاليف غير متوقعة.

الشركة المشتركة (Joint venture):

يشير هذا المصطلح إلى وجود تحالف استراتيجي بين شركتين مستقلتين، يتم تأسيس هذا التحالف في الغالب كشركة مشتركة مملوكة.

خطاب إعلان النية (Letter of intent):

خطاب يرسله المشتري المتوقع إلى إدارة الشركة المطروحة للبيع، يؤكد فيه عزمه استكمال الصفقة للوصول من خلالها إلى نتيجة مرضية بعد اتخاذ إجراء العناية الواجبة

محاسبة عملية الدمج (Merger accounting):

طريقة لحساب عملية الدمج تتضمن إدراج جميع الأرباح قبل إتمام عملية الدمج الناتجة عن نشاط شركتين في قوائم الشركة وتقاريرها وكذا احتياطيات الأنشطة المدمجة بينهما

وثيقة العرض (Offer document):
خطاب رسمي موجه لحاملي الأسهم بالشركة المطروحة للبيع يُعرض فيه طلب لشراء أسهمهم ورجاء بقبول ذلك الطلب

وسيلة الدفاع بالمنافسة (Pacman bid):
يشير هذا المصطلح إلى إحدى وسائل الدفاع ضد عرض مجحف، والتي تقوم فيها الشركة المطروحة للبيع بطرح عرض مضاد أمام المشتري

عرض الأوراق المالية (Paper offer):
يشير هذا المصطلح في إطار عملية الاستيلاء إلى طريقة السداد التي تأخذ صورة إصدار أوراق مالية (مثل الأسهم وغيرها) لشراء الشركة

عملية الشراء الجزئية (Partial acquisition):
عملية شراء فائدة المراقبة المالية بشركة ما، والتي عادة ما تزيد عن 50% من حصص الأسهم

فترة الاسترداد (Payback period):
الفترة التي يستغرقها مشروع ما لإعادة تنشيط الاستثمار الأصلي به

معدل سعر السهم/الربح (P/E ratio):
يشير هذا المصطلح إلى المعدل أو النسبة المستخدمة في تقييم الشركة، ويتم حساب معدل سعر السهم /الربح بقسمة سعر السهم على صافي أرباح كل سهم.

وسيلة الدفاع بالعرقلة (Poison pill):
يشير هذا المصطلح إلى الإجراء ما يمكن تنفيذه في حالة طرح عرض مجحف في محاولة لمنع المشتري من إجراء الصفقة أو لجعل نجاح تلك الصفقة أمرًا صعبًا. وتتضمن تلك الوسيلة في الدفاع تغييرًا في حقوق التصويت أو تغييرًا في امتلاك الأسهم لحاملي الأسهم الحاليين.

السمعة التجارية المشتراة (Purchased goodwill):
يشير هذا المصطلح إلى الفارق بين سعر الشراء في عملية الشراء والقيمة المعادلة للأصول المشتراة

وسيلة الدفاع بمقارنة القوائم المالية (Sketchley offer):

يشير هذا المصطلح إلى طريقة من طرق الدفاع المتبعة في عمليات الاستيلاء؛ حيث تتعمد الشركة المطروحة للبيع محاولة إظهار نفسها في وضع غير جاذب للمشتري للتخلص من العرض المجحف الذي يطرحه.

الانفصال (Spin-off):

يشير هذا المصطلح إلى توزيع الأسهم في أحد فروع الشركة على حاملي أسهم الشركة؛ ومن ثم، يمتلك حاملو الأسهم أسهمًا في شركتين منفصلتين.

التعاون (Synergy):
يشير هذا المصطلح إلى الفوائد الإضافية – بما في ذلك الاقتصاد في التكاليف والعائد الأعلى وغيرها – الناتجة عن دمج موارد الشركتين. ويتم وصف ذلك التعاون وأثره في المعادلة التالية: (2 + 2 = 5).

التكامل الرأسي (Vertical integration):

يشير هذا المصطلح إلى الحصول على نشاط أحد الموردين الكبار أو الدمج معه (تكامل رأسي خلفي) أو مع أحد العملاء الكبار (تكامل أو اندماج رأسي آجل).

متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (Weighted average cost of capital-WACC):

يشير متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال إلى متوسط التكلفة بشركة ما ولكل مصادر التمويل بها.



الضمان (Warranty):

يشير هذا المصطلح إلى تعهد يتم منحه من قبل البائع (مالك الشركة أو أعضاء مجلس الإدارة بها) إلى المشتري في أثناء التفاوض على عملية استيلاء على شركة خاصة.

الشركة المنقذة (White knight):

يشير هذا المصطلح إلى مشتري صديق لشركة ما، يقدم عرضًا بالشراء تشجعه عليه الشركة المطروحة للبيع ضد عرض منافس آخر يعد عرض استيلاء مجحف.

سجل الأوراق المالية ببورصة لندن (Yellow book):

يشير هذا المصطلح إلى قواعد الإدراج ببورصة لندن للأوراق المالية، والتي تتحكم ضمن غيرها من القواعد والضوابط الأخرى في عمليات الشراء والتصرف المتعلقة بالشركات البريطانية المدرجة في قائمة البورصة.

الفهـــــرس

دمج وشراء الشركات

Mergers & Acquisitions

يعد هذا الكتاب دليلاً لمعرفة الأسباب وراء قيام إحدى الشركات بشراء شركة أخرى أو بالدمج مع شركة منافسة لها، هذا إلى جانب توضيح الإجراءات المتبعة في تلك الحالات. ووصولاً إلى هذا الهدف، يعمل المؤلف على توضيح الفارق بين عمليتي الشراء والدمج، حيث إنه كثيراً ما لا يكون هذا الفارق واضحاً تمام الوضوح. علاوةً على ذلك، يعرض الكتاب تحليلاً مفصلاً لاستراتيجيات عمليات الدمج والشراء ويوضح عمليات الاستيلاء، بما في ذلك كيفية تقييم صفقة وكيفية إجرائها.

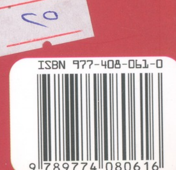
ووفقاً لرؤية المملكة المتحدة، نجد أنه تم عرض تعريف لعمليات
والاستيلاء وعمليات فض الدمج وفصل الأنشطة والإصدارات المحا







CIB PUBLISHING



زوروا موقعنا http://www.darelfarouk.com.eg

للشراء عبر الإنترنت http://darelfarouk.sindbadmall.com